

UNIVERSITEIT ANTWERPEN

Faculteit Bedrijfswetenschappen en Economie

Academiejaar 2018-2019

**Financieringsstructuur bij starters:
Een vergelijking tussen België, Frankrijk en Duitsland**

Jef FEYT
s0154543

Masterproef voorgedragen tot het bekomen van
de graad van:
Master in de Toegepaste Economische
Wetenschappen

Promotor: prof. Eddy Laveren

Voorwoord

Deze masterthesis “Financieringsstructuur bij starters: een vergelijking tussen België, Frankrijk en Duitsland” werd geschreven als slotstuk van mijn academische masteropleiding in de Toegepaste Economische Wetenschappen aan de Universiteit Antwerpen. Het onderzoek van deze thesis werd gevoerd op basis van zelf samengestelde datasets met financiële informatie over starters uit deze drie landen. De financieringsstructuur van deze starters werd vergeleken, alsook werd de invloed van enkele variabelen op de schuldgraad van deze ondernemingen bestudeerd.

Het onderwerp werd eind mei 2018 in samenspraak met mijn promotor, namelijk professor Eddy Laveren, vastgelegd. De basis van deze masterthesis werd gelegd tijdens mijn Erasmus-uitwisseling in Wenen. Daar ben ik mijn literatuurstudie gestart, waarna een eerste aanzet tot onderzoeksvragen en methodologie werden gegeven. Eens terug in België, werd eind januari het empirische onderzoek gestart. Tijdens dit onderzoek kon ik met vragen steeds terecht bij mijn promotor, prof. Eddy Laveren, en bij medewerkers van het monitoraat Wiskunde en Statistiek, zoals Anja Struyf. Hiervoor wil ik hen ten zeerste wil bedanken. Midden mei 2019 werd het onderzoek, na laatste feedback, afgerond.

Het proces is voor mij zeer leerrijk gebleken. Ik heb nieuwe kennis aangaande statistische onderzoeksmethoden vergaard, alsook over het starterslandschap ben ik veel interessante informatie te weten gekomen.

Tot slot wens ik u graag veel leesplezier toe.

Jef Feyt

Kapellen, 23 mei 2019

Abstract

Het doel van deze paper is ten eerste het vergelijken van de financieringsstructuur van Belgische starters met deze van Franse en Duitse starters. Aan de hand van Orbis werden datasets samengesteld bestaande uit bedrijven opgericht tussen 2014 en 2017. Voor België werden 5.344 starters bestudeerd, voor Frankrijk 11.042 en voor Duitsland 3.964. Daarnaast wordt ook de schuldgraad van deze Belgische, Franse en Duitse ondernemingen verder onderzocht. Meer bepaald werd de impact van enkele geselecteerde variabelen op de algemene, de korte termijn en de lange termijn schuldgraad bestudeerd, alsook de impact op de algemene ratio, korte-termijnratio en lange-termijnratio rentedragende schulden. De geselecteerde variabelen werden opgedeeld in ondernemingsspecifieke en industriespecifieke variabelen. Tastbaarheid, liquiditeit, winstgevendheid en grootte werden gedefinieerd als ondernemingsspecifieke variabelen. De variabelen samenhangend met de industrie zijn sectorale groei, schuldratio en concentratie. De specifieke impact van deze variabelen wordt verder in de masterproef uitvoerig besproken. Tot slot werd ook gekeken of het land waarin de starter actief is, een significant effect heeft op de verschillende schuldratio's. Geconcludeerd kan worden dat Franse bedrijven minder gebruik maken van schulden dan Belgische starters. Duitse starters maken dan weer meer gebruik van schulden in het algemeen en op lange termijn, terwijl rentedragende schulden minder gehanteerd worden in vergelijking met Belgische starters.

Executive summary

The financing question is one of the most fundamental issues a company faces at start-up. This is the case because financial capital is one of the necessary resources a company needs to get started and after that to remain operational. Given the role that new companies have regarding growth of employment, competition, innovation and export, those financing decisions also have important implications for the economy (Cassar, 2004). This dissertation contributes to the literature on the financing structure of companies. Previous research, however, focused to a lesser extent on starters. A lack of early stage data is one of the main reasons for this. In addition, this thesis is also a contribution to a growing literature list on the effects of certain determinants on the financing structure of companies. Again, the focus on starters is the main difference compared to most literature. The use of very recent data and the comparison between a few countries (Belgium, France and Germany) show this study is novel and that it can serve as a basis for further research.

The research questions to which this paper attempts to find answers can be subdivided into introductory and central research questions. The introductory research questions are as follows:

- a) What is a starter?
- b) What forms of financing are available for starters?
- c) What specific context do starters face when looking for financing?

The central research questions on which the empirical part of this paper focusses are the following:

- d) What is the difference in financing structure between Belgian, French and German starters?
- e) Which variables have significant impact on the debt ratio and interest-bearing debt ratio of starters in Belgium, France and Germany?
 - a. What is the effect of these variables?
 - b. What are the differences between the surveyed countries?

Using Orbis, datasets were compiled consisting of companies founded between 2014 and 2017. 5,344 starters were examined for Belgium, 11,042 for France and 3,964 for Germany. The forms of financing were first compared descriptively. Following these results, Belgian starters use more debt than do French and German starters. French starters make the least use of long-term debt, while German starters use this form of financing the most. This could be explained by the signaling theory. An explanation for the difference in the share of trade debts, 20% and 17% for Belgium and France respectively compared to 1% for Germany, could be found in the specific German bankruptcy law. The share of short-term debt for Belgian and French starters was similar. Finally, it also appears that Belgian starters use more interest-bearing debts than both French and German starters. Using the t-test, only the share of equity of French and German starters was not significantly different.

The major part of this thesis, however, consisted of investigating which determinants have a significant influence on the debt ratio and more specifically, the interest-bearing debt ratio of the examined firms in Belgium, France and Germany. The tangibility of the assets only has a significant impact on the general debt ratio for German starters. In the long and short term, the impact for all countries is respectively positive and negative. Also regarding the interest-bearing debt ratios similar results for all three countries were found. The impact on both the general, long-term and short-term ratios are positive for the three countries. The explanation given was that companies that can offer more collateral, for example, will be able to get a bank loan more easily. For French starters, the liquidity of the company has a significant negative impact on all ratios, both short and long term. This was not the case for Belgian and German starters. Negative relationships with the general and short-term debt ratio were found for both countries. The impact on the long-term ratio, on the other hand, is positive. Profitability has a negative relationship with all ratios for both Belgian and French starters, which is in line with the pecking order theory. For German starters, the effect was only negative on the various interest-bearing debt ratios. The impact of the size is virtually the same for Belgium and France. This variable has a positive impact on the general and long-term debt ratio for both countries, the impact on the short-term ratio is negative. An explanation for this is that small companies will finance themselves more with short-term debt due to

information problems. For German starters, however, the size had a positive impact on all ratio's, short term included.

The relationship between growth and the different ratios turned out to be predominantly negative, for all three countries. The only significant positive relationships were found with the general and short-term debt ratio of Belgian starters. These negative relationships are in line with the trade-off theory. This theory implies that with stronger growth, the amount of debt will be reduced to arrive at the optimum debt ratio. The industrial debt ratio had a positive relationship with the general and short-term debt ratio for both French and German starters. The impact of the sectoral concentration on the general debt ratio is not significant for any of the countries. For German starters in particular, no significant relationship with any of the ratios investigated was found. Finally, the effect of the country in which the starter is operating was also tested. For French starters, each ratio is lower compared to Belgian starters. It can be concluded that French companies make less use of debt than Belgian starters. German starters, on the other hand, make more use of debt in general and in the long term, while interest-bearing debt is used less compared to Belgian starters.

Finally, it is important to cite the limitations of this research and to give suggestions for future research. A first limitation that needs to be cited is the fact that only figures from 2017 were used. Consequently, the outcome of this study cannot simply be generalized. A recommendation for future research is to study the financing structure of starters on the basis of figures from different years. Secondly, only the final use of funding was investigated, a comparison between availability in different countries could be an interesting addition.

Lijst van tabellen en figuren

(1) Figuren

Figuur 1. Static trade-off theorie (Myers, 1984)	16
Figuur 2. Groeicyclustheorie (Berger & Udell, 1998)	18
Figuur 3. Financieringsstructuur Belgische starters	34
Figuur 4. Financieringsstructuur Franse starters	35
Figuur 5. Financieringsstructuur Duitse starters.....	36

(2) Tabellen

Tabel 1. Vergelijking financieringsstructuur Belgische, Franse en Duitse starters.....	37
Tabel 2. Hypothesen tastbaarheid	42
Tabel 3. Hypothesen liquiditeit	44
Tabel 4. Hypothesen winstgevendheid	45
Tabel 5. Hypothesen grootte	46
Tabel 6. Hypothesen groei	49
Tabel 7. Hypothesen schuldratio industrie	50
Tabel 8. Hypothesen concentratie industrie.....	51
Tabel 9. Regressie analyse: Belgische starters	55
Tabel 10. Regressie analyse: Franse starters	59
Tabel 11. Regressie analyse: Duitse starters.....	62
Tabel 12. Regressie analyse: Belgische, Franse en Duitse starters	64
Tabel 13. T-test: België en Frankrijk.....	78
Tabel 14. T-test: België en Duitsland	79
Tabel 15. T-test: Frankrijk en Duitsland	80
Tabel 16. Regressie analyse (bootstrap): Belgische starters.....	81
Tabel 17. Regressie analyse (bootstrap): Franse starters	82
Tabel 18. Regressie analyse (bootstrap): Duitse starters.....	83
Tabel 19. Regressie analyse (bootstrap): Belgische, Franse en Duitse starters	84

Inhoudstafel

Voorwoord	3
Abstract	4
Executive summary	5
Lijst van tabellen en figuren	8
Inhoudstafel	9
1. Inleiding	11
2. Het begrip starter	14
3. Kapitaalstructuurtheorieën	15
4. Karakteristieken van startende ondernemingen	19
4.1 <i>Asymmetrische informatie</i>	19
4.2 <i>Hoge faalkans</i>	20
4.3 <i>Invloed van de ondernemer</i>	20
4.4 <i>Kleine gewenste financiering</i>	20
5. Overzicht financieringsvormen voor starters	22
5.1 <i>Eigen vermogen</i>	22
5.1.1 Eigen middelen	22
5.1.2 Friends, Family and Fools	22
5.1.3 Venture capital	23
5.1.4 Business angels	24
5.1.5 Crowdfunding	24
5.2 <i>Vreemd vermogen</i>	25
5.2.1 Bankfinanciering	25
5.2.1.1 Soorten bankfinanciering	25
5.2.1.2 Gebruik bankfinanciering bij starters	27
5.2.2 Leverancierskrediet	30
5.3 <i>Conclusie</i>	31
6. Onderzoek	32
6.1 <i>Dataselectie</i>	32
6.2 <i>Descriptieve analyse financieringsstructuur</i>	33
6.2.1 België	34
6.2.2 Frankrijk	35
6.2.3 Duitsland	36
6.2.4 Vergelijking tussen België, Frankrijk en Duitsland	37
6.3 <i>Analyse: invloed variabelen op schuldgraad</i>	40
6.3.1 Gebruikte variabelen	40
6.3.1.1 Afhankelijke variabelen	40
6.3.1.2 Onafhankelijke variabelen	41
6.3.2 Regressieanalyse	51
6.3.2.1 Modellen	51

6.3.2.2	Resultaten-----	53
7.	Conclusie, beperkingen en toekomstig onderzoek-----	67
7.1	<i>Conclusie -----</i>	67
7.2	<i>Beperkingen en mogelijkheden voor toekomstig onderzoek -----</i>	69
8.	Bibliografie -----	70
9.	Appendix-----	78

1. Inleiding

De vraag hoe zich te financieren is een van de meest fundamentele vragen die een onderneming zich bij opstart moet stellen. Financieel kapitaal is namelijk een van de noodzakelijke middelen die bedrijven nodig hebben om zichzelf op te starten en vervolgens ook operationeel te blijven. Onder andere Heyman, Deloof & Ooghe (2008) analyseerden de financiële structuur van starters. Zij concludeerden in hun onderzoek met een Belgische dataset dat de meeste van die ondernemingen financiering bovenaan de lijst van moeilijkheden plaatsten. Weinig initieel kapitaal is daarnaast een belangrijke indicator voor het in een vroeg stadium ten onder gaan van startende ondernemingen (Poposka, Naneveski & Mihajlovska, 2016). Gezien de rol die nieuwe ondernemingen spelen in de groei van werkgelegenheid, concurrentie, innovatie en exportpotentieel, hebben de financieringsbeslissingen ook belangrijke implicaties voor de economie (Cassar, 2004). Vanacker & Deloof (2018) kaartten in recent onderzoek aan dat naast de algemene financieringsstructuur ook de beschikbaarheid van schuldfinanciering en meer specifiek bankfinanciering een belangrijke rol kan spelen in het financieren en de overleving van starters. De meningen over het specifieke effect van schuld en bankfinanciering bij opstart zijn echter verdeeld. Cole en Sokolyk (2013) concluderen bijvoorbeeld dat bedrijven die afhankelijk zijn van schulden in hun kapitaalstructuur sneller groeien dan bedrijven die zich niet financieren met schulden. Ook de overlevingskans voor schuldafhankelijke bedrijven is volgens deze onderzoekers groter. Daarnaast zijn er ook academici die menen dat schuldfinanciering net niet wenselijk is voor starters en dit de kans op faillissement verhoogd (Carpenter & Petersen, 2002). Onder andere Cosh, Cumming en Hughes (2009) geven de uitgesproken informatie asymmetrie, die kenmerkend is voor starters, de schuld voor het niet of slechts beperkt beschikbaar zijn van schuldfinanciering.

Het doel van deze masterproef is enerzijds een overzicht geven van mogelijke financieringsvormen voor starters aan de hand van een uitgebreide literatuurstudie. Verder zal ook de financieringsstructuur van Belgische starters vergeleken worden met die van Franse en Duitse starters. Er wordt geopteerd voor Frankrijk en Duitsland omdat een vergelijking tussen buurlanden interessant geacht werd. Nederland werd uiteindelijk niet onderzocht omdat te veel data ontbrak om zinvol onderzoek te voeren. Aan de hand van Orbis werden

datasets samengesteld bestaande uit bedrijven opgericht tussen 2014 en 2017. Voor België werden 5.344 starters bestudeerd, voor Frankrijk 11.042 en voor Duitsland 3.964. De gebruikte financieringsvormen werden zowel descriptief als aan de hand van een t-test tussen de landen vergeleken.

Daarnaast wordt ook de schuldgraad van Belgische, Franse en Duitse ondernemingen verder onderzocht. Meer bepaald zal de impact van enkele geselecteerde variabelen op de algemene, de korte termijn en de lange termijn schuldgraad, alsook op de algemene ratio, kortetermijnratio en lange-termijnratio rentedragende schulden worden bestudeerd. Er wordt gebruik gemaakt van rentedragende schulden omdat bankschulden specifiek niet afgelezen kunnen worden op de resultatenrekeningen die geraadpleegd kunnen worden via Orbis. De geselecteerde variabelen kunnen worden opgedeeld in ondernemingsspecifieke en industriespecifieke variabelen. Tastbaarheid, liquiditeit, winstgevendheid en grootte werden gedefinieerd als ondernemingsspecifieke variabelen. De variabelen samenhangend met de industrie zijn sectorale groei, schuldratio en concentratie. Tot slot werd in een vierde model ook gekeken of het land waarin de starter actief is een significant effect heeft op de verschillende schuldratio's. Dit deel van het onderzoek werd uitgevoerd aan de hand van de kleinste kwadratenschattermethode.

De onderzoeksvragen waarop deze masterproef een antwoord tracht te vinden, kunnen worden opgedeeld in inleidende en centrale onderzoeksvragen. De inleidende onderzoeksvragen gaan als volgt:

- a) Wat is een starter?
- b) Welke financieringsvormen zijn beschikbaar voor starters?
- c) Met welke specifieke context krijgen starters te maken bij het zoeken naar financiering?

De centrale onderzoeksvragen en verdere deelvragen waar het empirisch gedeelte zich op toespitst, zijn de volgende:

- d) Wat is het verschil in financieringsstructuur tussen Belgische, Franse en Duitse starters?

- e) Welke variabelen hebben een significante invloed op de schuldratio en ratio rentedragende schulden bij starters in enerzijds België en anderzijds Frankrijk en Duitsland?
- a. Wat is het effect van deze variabelen?
 - b. Wat zijn de verschillen tussen de onderzochte landen?

Deze uiteenzetting draagt bij aan de literatuur over financieringsstructuren van ondernemingen. Voorgaand onderzoek werd echter in mindere mate toegespitst op starters. Onderzochte bedrijven waren vooral ofwel kleine bedrijven ofwel kmo's die reeds een rijkere operationele historie hebben. Een gebrek aan data over bedrijven in een zeer vroege fase is hiervan een van de belangrijkste redenen. Ook bevindingen gebaseerd op datasets die georiënteerd zijn op kleine bedrijven zijn niet systematisch door te trekken naar startende ondernemingen. Daarnaast wordt ook bijgedragen aan een groeiende literatuurlijst over effecten van bepaalde determinanten op de financieringsstructuur van ondernemingen. Weer is de focus op starters het grootste verschil in vergelijking met de meeste literatuur. Ook het gebruik van zeer recente data en de vergelijking tussen enkele landen maakt dat deze masterproef vernieuwend is en dat deze kan dienen als basis voor verder onderzoek.

De scriptie is als volgt opgebouwd. Sectie 2 geeft de gebruikte definitie voor het begrip starter weer. Sectie 3 beschrijft enkele vaak gebruikte kapitaalstructuurtheorieën. Sectie 4 geeft de specifieke karakteristieken van starters weer, die de financieringsstructuur mogelijk beïnvloeden. Sectie 5 zorgt voor een uitgebreid literatuuroverzicht over financieringsvormen, gebruikt door starters. Sectie 6 beschrijft onze datasets en variabelen, geeft een analyse van de financieringsstructuur van de onderzochte ondernemingen en beschrijft onze bevindingen op basis van de eerdergenoemde regressieanalyse. Sectie 7, tot slot, concludeert.

2. Het begrip starter

In de literatuur worden de begrippen starter en startup soms door elkaar gebruikt, dit wil daarom niet zeggen dat deze begrippen synoniemen zijn. Ook is het duidelijk dat niet in elk onderzoek van dezelfde definitie wordt uitgegaan. Het is daarom belangrijk enkele verschillen uit voorgaande literatuur op te lijsten en weer te geven wat in dit onderzoek exact bedoeld wordt met het begrip starter.

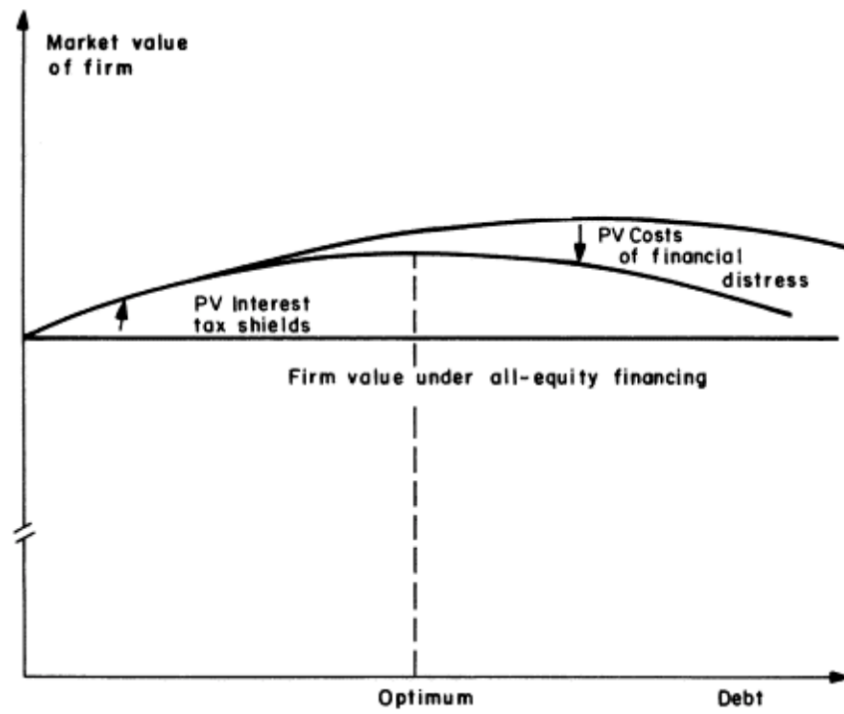
Huyghebaert en Van de Gucht (2007) definiëren starters als pas opgestarte bedrijven die niet voortkomen uit de opsplitsing van andere ondernemingen, noch nieuwe afdelingen zijn van bestaande ondernemingen of oprichtingen van voorheen zelfstandige activiteiten. Volgens hen zijn starters op een aantal manieren uniek van reeds gevestigde bedrijven. Zo hebben ze geen voorafgaande financiële of operationele geschiedenis, waaruit volgt dat ze ook nog geen reputatie hebben kunnen opbouwen. Eigendom en management kunnen niet afzonderlijk van elkaar gezien worden. Daarbovenop is het risico op faling van deze startende bedrijven erg hoog in vergelijking met meer volwassen bedrijven. Čalopa, Horvat en Lalić (2013) linken het begrip starter aan snelgroeiende, innoverende en hoogtechnologische startende bedrijven. Luger en Koo (2005) vatten op basis van andere literatuur het begrip starter samen aan de hand van drie karakteristieken. Het bedrijf moet ten eerste nieuw zijn, dit valt samen met de definitie van Huyghebaert en Van de Gucht (2007): de pas opgestarte bedrijven mogen geen opsplitsing zijn van andere ondernemingen, nieuwe afdelingen van bestaande ondernemingen of de oprichting van voorheen zelfstandige activiteiten. Het tweede criterium, namelijk onafhankelijkheid, sluit bedrijven uit die deel uitmaken van groepsstructuren, alsook dochterondernemingen van reeds gevestigde bedrijven. Tot slot moet het bedrijf ook actief zijn.

In deze uiteenzetting zal stevast het woord starter gebruikt worden om de onderzochte bedrijven te omschrijven. Ook hier wordt uitsluitend van nieuwe en onafhankelijke ondernemingen uitgegaan. Daaraan wordt toegevoegd dat het bedrijf maximaal 4 jaar oud mag zijn om onder onze definitie te vallen. Dit laatste is gebaseerd op de definitie die het Vlaams Agentschap van Innoveren en Ondernemen (VLAIO) in verband met de Tax Shelter voor startende ondernemingen aan starters heeft gegeven (VLAIO, 2019).

3. Kapitaalstructuurtheorieën

In deze sectie zal een overzicht worden gegeven van enkele bestaande theorieën over de kapitaalstructuur van ondernemingen. De theorie van Modigliani en Miller, de trade-off theorie, de pecking order theorie, de signaling theorie en de groeicyclustheorie zullen worden besproken. Dit is van belang omdat verder in de masterproef meer dan eens naar deze theorieën verwezen zal worden.

De oorsprong van vele gevestigde theorieën ligt bij de theorie van Modigliani en Miller (1958). Deze theorie is gebaseerd op de assumptie dat ondernemingen opereren in een volledig vrije en competitieve markt zonder belastingen of transactiekosten, waar informatie volledig transparant is en beschikbaar zonder kosten. Op basis van deze veronderstelling werden twee beweringen samengesteld. De eerste bewering zegt dat de kapitaalstructuur volledig irrelevant is bij het bepalen van de marktwaarde van een onderneming. De waarde van een bedrijf met schuldfinanciering zou dan even groot zijn als de waarde van een bedrijf dat geen gebruik maakt van schulden. Toegepast op startende bedrijven zou een kapitaalstructuur van enkel eigen vermogen dus geen daling in ondernemingswaarde veroorzaken (Ibrahim, 2010). Toch zien we dat ondernemingen, waaronder starters, in de praktijk meestal een mix hebben van eigen vermogen en schulden. Een verklaring hiervoor is dat er in de echte wereld geen sprake is van perfecte omstandigheden. Er is de aanwezigheid van onder andere belastingen, faillissementskosten, agency kosten en informatieasymmetrie tussen ondernemingen en kapitaalverstrekkers. De tweede bewering luidt dat de gewogen gemiddelde kapitaalkost constant is, en dat deze enkel afhangt van het verwacht rendement vereist door aandeelhouders en kredietverschaffers, alsook van de ratio's van schuld en eigen vermogen ten opzichte van de totale bedrijfswaarde. Deze theorie dient vooral als startpunt van menig andere kapitaalstructuurtheorieën zoals de trade-off, de pecking order en de signaling theorie waarover in de volgende alinea's wordt uitgeweid.

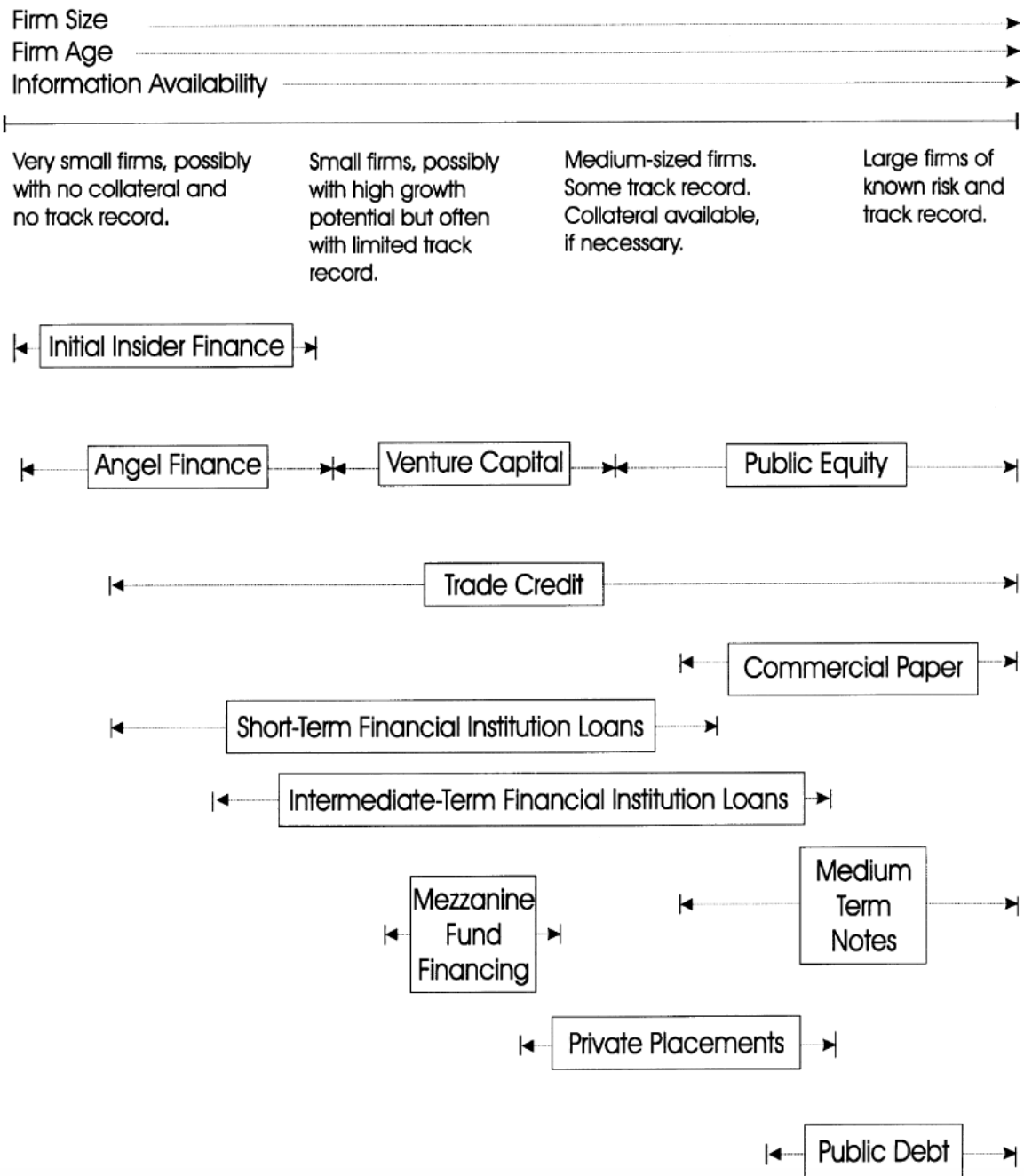


Figuur 1: Static trade-off theorie (Myers, 1984)

In een groot aantal wetenschappelijke artikelen (o.a. Cassar, 2004; Cole & Sokolyk, 2013) wordt de financieringskeuze van ondernemingen ook verklaard aan de hand van de pecking order theorie. Deze theorie voorziet een optimale volgorde qua keuze van financieringsmiddelen, dit onder invloed van de aanwezigheid van een zekere informatie asymmetrie tussen de onderneming en zijn potentiële kapitaalverschaffers (Myers & Majluf, 1984). Hoe groter deze informatiekloof tussen de onderneming met financieringsbehoefte en zijn potentiële verschaffers, des te meer rendement door elk van de kapitaalverschaffers geëist zal worden. Meer vereist rendement staat gelijk aan hogere interesten, wat leningen duurder maakt. Dit zal ertoe leiden dat de onderneming de voorkeur geeft aan goedkopere interne financiering ten opzichte van schulden met een hoger vereist rendement. Kortlopende schulden worden daarnaast geprefereerd ten opzichte van langlopende schulden. Tot slot wordt om het even welke schuld verkozen ten opzichte van nog duurdere externe kapitaalsinjecties. Aangezien starters worden gekenmerkt door een grote mate van informatie asymmetrie, zullen zij volgens deze theorie de voorkeur geven aan interne financieringsbronnen en minder gebruik maken van externe schulden zoals bankfinanciering.

Een volgende theorie is de signaling theorie, die voor het eerst werd vermeld door Akerlof (1970), zij het in de context van de onzekerheid over de prijs-kwaliteit verhouding tussen oude en nieuwe auto's. Ross (1977) en Leland en Pyle (1977) pasten dit later ook voor het eerst toe op bedrijfsfinanciering. Volgens deze theorie zal een onderneming schuld gebruiken om diens kwaliteit naar derden kenbaar te maken. Het idee hierachter is dat bedrijven die schulden gebruiken, zich ertoe verbinden om op vaste data renten te betalen. Als ze hun verplichtingen niet nakomen, volgen financiële problemen of, erger nog, het faillissement. Voor bedrijven met lage verwachte kasstromen is het, door een hogere waarschijnlijkheid van faillissement, duurder om schulden aan te gaan dan voor bedrijven met hogere verwachte kasstromen. Als ervan wordt uitgegaan dat om bovenstaande redenen, kwalitatief sterke bedrijven meer schulden kunnen aangaan, dan kan het gebruik van schulden dienen als signaal van goede kwaliteit. Bedrijven met meer schulden worden volgens deze theorie dus als betrouwbaardere handelspartner gezien.

De laatste theorie die besproken zal worden is de groeicyclus theorie, ontwikkeld door Berger en Udell (1998). Volgens deze theorie variëren de beschikbare financieringsvormen naargelang het stadium waarin de onderneming zich bevindt. De verschillende stadia worden bepaald op basis van beschikbare informatie (die toeneemt naarmate informatie asymmetrie afneemt), de leeftijd en de grootte van de onderneming. Op figuur 2 vallen de belangrijkste financieringsbronnen per stadium af te lezen. Kort samengevat zullen starters zich volgens deze theorie eerst financieren met interne middelen, zoals kapitaal van de ondernemer. Vervolgens worden korte termijn bankleningen en handelsschulden als financieringsmiddelen gehanteerd. Daarna volgen lange termijn bankschulden. Deze en de overige financieringsbronnen die toegankelijk zijn voor starters worden in een volgende sectie nog uitgebreid besproken.



Figuur 2. Groeicyclus (Berger & Udell, 1998)

4. Karakteristieken van startende ondernemingen

Zoals eerder aangegeven kunnen bepaalde factoren ervoor zorgen dat starters problemen ondervinden bij het verkrijgen van financiering. De oorzaken van deze moeilijke toegankelijkheid tot bepaalde kapitaalsvormen worden in volgende secties toegelicht.

4.1 Asymmetrische informatie

Informatieasymmetrie tussen de ondernemer en de potentiële kapitaalverschaffer is een groot struikelblok voor startende ondernemingen die op zoek zijn naar kapitaal (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007). Door die informatiekloof tussen onderneming en kapitaalverschaffer is er namelijk vaak een gebrek aan transparantie langs de kant van de startende onderneming. Dit is te wijten aan het gebrek aan beschikbare historische informatie over jonge ondernemingen. Ze kunnen geen cijfers voorleggen van voorgaande jaren omdat ze toen nog niet operatief waren. Op die manier kan de potentiële kapitaalverstrekker geen objectieve beoordeling maken over de betrouwbaarheid en prestaties van het te financieren bedrijf. Dit heeft als gevolg dat kredietverschaffers minder snel kapitaal zullen uitlenen aan deze ondernemingen. Averechtse selectie en moral hazard zijn twee bijkomende problemen die veroorzaakt worden door deze informatiekloof.

Averechtse selectie is een fenomeen dat voorkomt als een kredietverstrekker ook risicovollere klanten zoals starters, die meer asymmetrische informatie bevatten, zou willen aantrekken. Hierdoor zouden ze de interest op kredieten moeten verhogen. Dit heeft als gevolg dat minder risicovolle klanten niet bereid zullen zijn zich te financieren aan deze voorwaarden. Averechtse selectie treedt op omdat op die manier enkel de meest risicovolle klanten zullen worden aangetrokken. Ook het moral hazard effect is een gevolg van bovenstaande hypothetische interestverhoging. Onder deze theorie zullen oorspronkelijk minder risicovolle klanten meer risicovolle investeringen aangaan om te compenseren voor de verhoogde interestvoet. Door de aanwezigheid van deze fenomenen zou het bedienen van ook risicovolle kredietnemers een negatieve uitkomst veroorzaken. Kredietverstrekkers zullen bij aanwezigheid van deze imperfecties er bijgevolg voor kiezen om enkel minder risicovolle

kredietnemers te bedienen (Stiglitz & Weiss, 1981). Volgens deze theorieën zouden onder andere starters dus worden uitgesloten.

4.2 Hoge faalkans

Een historisch hoge kans op falen is een tweede probleem waarmee starters geconfronteerd worden. Deze hoge faalkans zorgt ervoor dat het risico voor mogelijke kapitaalverstrekkers op wanbetaling stijgt en ze daarom extra voorzichtig zullen zijn bij het toekennen van kapitaal aan starters. Dit kan wederom tot gevolg hebben dat startende ondernemingen hun benodigde financiering niet bij elkaar kunnen brengen. Een hoog vereist rendement indien kapitaalverstrekkers er toch voor kiezen om krediet te voorzien is een mogelijke oplossing maar nog steeds nadelig voor de startende onderneming (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007).

4.3 Invloed van de ondernemer

Nieuwe ondernemingen zijn ook erg onderhevig aan idiosyncratische krachten, met in het bijzonder de invloed van de ondernemer zelf op de keuze van de kapitaalstructuur. Deze invloeden kunnen karakters trekken van de ondernemer zijn, die worden gebruikt als signalen in verband met de gezondheid van de onderneming of de voorkeuren van de ondernemer ten aanzien van risico's en controleverlangen. Ook de mogelijke blootstelling aan discriminatie op financieel vlak of financiering aan de hand van een netwerk zijn mogelijke invloeden van de ondernemer. Deze ondernemer of context specifieke problemen worden niet in overweging genomen bij het onderzoeken van grote, openbare bedrijven, omdat de invloed van een enkel individu op voorkeuren en keuzes van de kapitaalstructuur bij zulke bedrijven drastisch zullen verminderen (Cassar, 2004).

4.4 Kleine gewenste financiering

In vergelijking met grote, openbare bedrijven, verschilt de grootte van het gewenste financieringsbedrag aanzienlijk. Voor starters zijn namelijk slechts relatief kleine bedragen om hun onderneming te financieren noodzakelijk. Voor kredietverschaffers, zoals banken, echter,

is het toestaan van zulke kleine leningen vaak niet voordelig. Er kan in vergelijking met leningen van grotere grootteorde in absolute waarden namelijk slechts een relatief laag rendement gegenereerd worden. Ook is er door de aanwezigheid van eerdergenoemde risico's zoals hoge faalkans en asymmetrische informatie nood aan intensievere opvolging. De kosten die gepaard gaan met deze opvolging worden als vast aanzien en zijn dus onafhankelijk van de grootte van het geleende bedrag. De kosten verbonden aan het uitlenen van kleine bedragen, zeker aan starters, zijn bijgevolg relatief hoog in vergelijking met de kosten verbonden aan het uitlenen van grotere sommen. Kredietverschaffers hebben dus meer voordeel bij het verlenen van grote kredieten aan grotere, gevestigde ondernemingen (Huyghebaert & Van de Gucht, 2007).

5. Overzicht financieringsvormen voor starters

5.1 Eigen vermogen

5.1.1 Eigen middelen

De eigen middelen zijn het deel van het eigen vermogen dat de eigenaar zelf inbrengt ter financiering van diens bedrijf. Eigen inbreng wordt gezien als een belangrijk deel van de financieringsmix aangezien starters, onder andere door de aanwezigheid van informatie asymmetrie, op een andere manier het vertrouwen van investeerders moeten winnen (o.a. Peterson & Rajan, 1994; Cosh, Cumming & Hughes, 2009; Berger en Udell 1998). Daarnaast kan het eigen vermogen ook dienen als buffer om in te spelen op eventuele tegenvallers in de toekomst.

Het belang van deze financieringsvorm wordt benadrukt door een onderzoek van de European Startup Monitor (2016), daaruit bleek dat 84.5% van de Europese starters middelen van de ondernemer zelf hebben aangewend. Ook een onderzoek naar Belgische starters uit de technologische industrie kwam met gelijkaardige resultaten (Bozakaya & Potterie, 2008). Zij concludeerden dat zowel eigen vermogen als dat van vrienden en familie als eerste bron van financiering wordt aangewend maar dat dit verandert in latere fasen van de onderneming. Zo worden venture capital en business angels toegankelijker als extern eigen vermogen wanneer de onderneming verder groeit (Wadhwa, Aggarwal, Holly & Salkever, 2009). Daarnaast blijkt ook uit onderzoek bij Zweedse starters dat, door gebrek aan andere financieringsvormen, het eigen vermogen zeer belangrijk is bij het starten van een onderneming (Bjuggren & Laufer, 2014).

5.1.2 Friends, Family and Fools

Naast de eigen middelen van de ondernemer zijn ook vrienden en familie (hier wordt soms ook naar gerefereerd als Friends, Family and Fools of FFF-financiering) een mogelijke bron van eigen vermogen voor een startende onderneming. De toewijzing van deze financiering kan op twee manieren gebeuren. Wanneer men de verschaffers medeaandeelhouder maakt, zal de

inbreng deel uitmaken van het eigen vermogen. In de praktijk laat men de controle van de onderneming dan echter veelal over aan de ondernemer zelf. In plaats daarvan kan de inbreng door vrienden en familie ook ontleend worden aan de onderneming aan de hand van een achtergestelde lening. Dit is wat in de praktijk het meest wordt toegepast. In dit geval kan de inbreng als quasi-eigen vermogen worden beschouwd. Door deze toewijzing aan het eigen vermogen vergemakkelijkt ook deze financieringsvorm de toegankelijkheid van bijvoorbeeld bankkrediet in de toekomst (Laveren & Engelen, 2014).

Over het belang van deze vorm van financiering is men het in de literatuur niet eens (o.a. Bozakaya & Potterie, 2008; Robb & Robinson, 2014). Zoals al eerder aangegeven gaf onderzoek van Bozakaya en Potterie (2008) aan dat vrienden en familie als een eerste bron van financiering worden gezien voor starters. Ook Bjuggren en Laufer (2014) komen tot dezelfde conclusie. Langs de andere kant geven Robb en Robinson (2014) aan niet akkoord te gaan met de stelling dat het eigen vermogen zoals kapitaal van vrienden en familie zulk belangrijk aandeel vertegenwoordigt. Zij vinden in hun onderzoek dat startende bedrijven vooral afhangen van andere financieringsmiddelen zoals bankschuld. In de uitgave van de European Startup Monitor (2016) werd aangegeven dat 29.6% van de Europese starters deze vorm van financiering hanteert.

5.1.3 Venture capital

Een venture capitalist is iemand die kapitaal of semi-kapitaal verschaft aan startende ondernemingen met de bedoeling meerwaarde te creëren (Laveren & Engelen, 2014). Manigart en Witmeur (2009) voegen hieraan toe dat deze ondernemingen typisch een hoog groeipotentieel hebben. Venture capitalists voorzien niet enkel kapitaal, ze kunnen ook waarde toevoegen door een actieve rol te spelen in het management, het geven van strategisch advies en het inhuren van belangrijke medewerkers, gebruikmakend van hun bedrijfsnetwerk (Sapienza, 1992). In tegenstelling tot bijvoorbeeld bankfinanciering vragen zij hiervoor aandelen in de betreffende onderneming in plaats van interesten op het geïnvesteerde kapitaal. In vergelijking met business angels, een financieringsvorm die later besproken wordt, wordt de venture capital markt gezien als de meest formele van de twee (Berger & Udell, 1998).

5.1.4 Business angels

Business angels zijn individuele investeerders, in de meeste gevallen gaat het om huidige of voormalige ondernemers die een deel van hun opgebouwd kapitaal wensen te investeren in beloftevolle startende of snelgroeïende ondernemingen (Laveren & Engelen, 2014). Business angels worden verder opgedeeld in actieve en passieve investeerders. Actieve investeerders zullen naast de kapitaalsinjectie ook vaak het management ondersteunen of advies geven op basis van hun door de jaren heen opgebouwde netwerk. Passieve investeerders beperken zich uitsluitend tot financieel ondersteunen van de startende onderneming. Aangezien deze financieringsvorm minder formeel is dan bijvoorbeeld venture capital of bankfinanciering is het aandeel van het onderzoek hiernaar in de literatuur aanzienlijk kleiner (Denis, 2004; Berger & Udell, 1998). Wong, Bhatia en Freeman (2009) deden wel uitgebreid onderzoek naar Business angels en concludeerden dat zij in het algemeen kleinere bedragen investeren en meer risico nemen. Dit mede omdat ze vaak in een vroeger stadium opereren dan venture capitalists. Op die manier vormen ze de brug tot andere soorten risicokapitaal (Denis, 2004; Wong, Bhatia & Freeman, 2009).

Ondanks de mogelijkheden die business angels kunnen bieden voor startende bedrijven constateerden Bozakaya en Potterie (2008) dat in België slechts een beperkt aantal starters deze financieringswijze hanteert. Zij menen dat angel financiering pas echt een optie wordt wanneer de bedrijven de initiële startup fase succesvol overleefd hebben.

5.1.5 Crowdfunding

Crowdfunding is een moderne alternatieve financieringsvorm die gebruikt kan worden om het eigen vermogen van startende ondernemingen uit te breiden. Via platforms op internet en sociale media kunnen individuen investeren in een project waarin zij geloven. Het gaat hier meestal over relatief kleine bedragen die worden overgemaakt naar de respectievelijke ondernemingen wanneer de vooropgestelde hoeveelheid is bereikt. Het verschil met traditionele financieringsvormen is dat het project collectief wordt gefinancierd door individuen die niet handelen als professionals zoals bijvoorbeeld banken of business angels. Voordelen zijn dat de intermediatierol van banken achterwege wordt gelaten en dat men op

deze manier ook naambekendheid kan verwerven bij het grote publiek. Een nadeel is dat er geen zekerheid is dat het benodigde bedrag op tijd bij elkaar kan worden gebracht (Laveren & Engelen, 2014).

5.2 Vreemd vermogen

5.2.1 Bankfinanciering

Een volgende belangrijke vorm van financiering voor starters is vreemd vermogen, banken zijn hiervoor de meest voorkomende bron (Poposka, Naneveski & Mihajlovska, 2016). Zowel op korte termijn of lange termijn kunnen deze banken allerlei soorten leningen uitgeven aan bedrijven met een financieringsbehoefte. Met korte termijn worden leningen op maximum één jaar bedoeld, met lange termijn worden leningen op langer dan een jaar bedoeld. Banken zijn passieve investeerders waardoor de ondernemer volledige eigenaar blijft van het bedrijf wanneer hij zich op deze wijze financiert. Aangezien starters meestal geen resultaten uit het verleden kunnen voorleggen en banken zeer risico-avers zijn, zullen ze een bepaalde verzekering willen inbouwen; hogere interesten of waarborgen zijn hier voorbeelden van (o.a. Cassar, 2004).

5.2.1.1 Soorten bankfinanciering

Met als doel de toestand inzake de vraag naar financiering door Belgische kmo's in kaart te brengen, werd door UNIZO in 2014 een enquête verstuurd naar onder andere 4000 startende ondernemingen. Er werd onder meer de vraag gesteld welke vormen van bankfinanciering gebruikt worden. Hieruit bleek dat de respondenten vooral gebruik maakten van het kaskrediet, het investeringskrediet, de lening op afbetaling en de straight loan. In volgende alinea's wordt gebruik gemaakt van artikels gepubliceerd door VLAIO (z.d.) en het Instituut der Bedrijfsrevisoren (2006) om deze financieringsvormen te definiëren.

Het kaskrediet heeft als doel om tijdelijke liquiditeitstekorten in de exploitatiecyclus van de onderneming te overbruggen. Het geeft de onderneming de mogelijkheid om gedurende een bepaalde periode onder nul te gaan. Binnen een vastgelegde maximumgrens kan de onderneming naar eigen wens middelen opnemen of terugstorten. De kostprijs van dit krediet

bestaat uit enerzijds een provisie op het toegestane krediet en anderzijds uit een rente op het werkelijk opgenomen bedrag. Voor de kredietverstrekker is dit een tamelijk risicovolle kredietvorm aangezien deze geen controle kan uitvoeren op de aanwending van de middelen. Om deze reden worden vaak hoge rentes gehanteerd wat de kostprijs voor de kredietnemer doet oplopen en wat dit een relatief dure kredietvorm maakt.

Het investeringskrediet is een krediet op lange of middellange termijn dat wordt aangegaan om een investering met blijvend nut voor de onderneming te financieren. Meestal wordt geopteerd om de aflossingstermijn van de lening overeen te laten komen met de economische levensduur van de investering. Op vlak van interestvoet is er keuze tussen vaste of variabele interest. Het risico voor de kredietverstrekker is eerder beperkt aangezien de investering steeds als onderpand voor de lening dient. Hierdoor liggen de tarieven voor het investeringskrediet niet erg hoog.

Bij een lening op afbetaling leent de kredietgever de kredietnemer een som uit voor een bepaalde periode. In de praktijk geven veel kredietverstrekkers hun leningen op afbetalingen een commerciële naam. Op vooraf bepaalde tijdstippen wordt een deel van het bedrag terugbetaald met daarbovenop een bepaald kostenpercentage. Het verschil met interest is dat dit kostenpercentage wordt berekend op basis van het initieel geleende bedrag in plaats van op het uitstaande bedrag.

Een straight loan of een vast voorschot dient om een liquiditeitstekort te overbruggen dat inzake looptijd en grootte vooraf gekend is. Men ontleent, met andere woorden, een vast bedrag voor een vaste termijn tegen een vooraf bepaalde, vaste rentevoet. De duurtijd is steeds korter dan een jaar en op het einde van de termijn wordt het volledige kapitaalbedrag in eenmaal terugbetaald. Ook hier geldt dat de kredietverstrekker slechts beperkte informatie heeft omtrent de aanwending van de middelen, wat net zoals bij het kaskrediet zorgt voor een relatief hoge interestvoet.

5.2.1.2 Gebruik bankfinanciering bij starters

Omtrent het gebruik van bankkrediet bij de financiering van starters en de invloed hiervan op het voortbestaan van deze bedrijven, bestaat onenigheid in de literatuur. Het model van Stiglitz en Weiss (1981) toont aan dat marktimperfecties, starters en kleine bedrijven ervan weerhouden om zich te financieren met deze financieringsvorm. De imperfecties waarover gesproken wordt zijn averechtse selectie en moral hazard. Peterson & Rajan (1994) voegen hieraan toe dat starters zich, door de aanwezigheid van asymmetrische informatie, niet in voldoende mate kunnen financieren via formele markten en bijgevolg afhankelijk zijn van informele kanalen.

Ook Berger en Udell (1998) halen in een eerste deel van hun uiteenzetting over financiering bij kleine en startende bedrijven informatieve ondoorzichtigheid aan als bepalende factor voor het al dan niet verkrijgen van bankkrediet. Daaruit volgt ook de assumptie dat deze bedrijven, door mogelijke moeilijkheden bij het verkrijgen van bijvoorbeeld bankkrediet, initieel zeer sterk afhankelijk zijn van interne financieringsvormen bij het samenstellen van de financieringsmix. Om deze argumenten te staven, wordt verwezen naar de eerdergenoemde groeicyclustheorie van de financiering. Volgens deze theorie variëren de beschikbare financieringsvormen naargelang het stadium waarin de onderneming zich bevindt. De verschillende stadia worden bepaald op basis van de aanwezigheid van informatie asymmetrie, de leeftijd en de schaal van de onderneming. Typische kenmerken van startende ondernemingen zoals hun jonge leeftijd en kleinere schaal leiden bijgevolg tot een beperkter gebruik van bankschulden en een grotere afhankelijkheid van interne financiering. Dit is echter niet altijd het geval en verder in het artikel halen Berger en Udell (1998) aan dat het vaak verrassend is hoeveel middelen er door financiële instellingen worden verstrekt aan jonge ondernemingen. In dit artikel maakt men echter de kanttekening dat bankfinanciering niet altijd volledig als externe middelen gezien kunnen worden. Dit omdat de leningen verstrekt aan kleine en startende bedrijven, vaak persoonlijk gegarandeerd worden door een van de eigenaren. Op deze manier voorziet de kredietverstrekker liquiditeit voor de onderneming wat niet hetzelfde is als het verstrekken van een risicodragend krediet (Robb en Robinson, 2014). Een stuk van het externe krediet zou in het geval van persoonlijke borgstelling dus eigenlijk gezien kunnen worden als interne financiering.

Uit een ander onderzoek, dat het gebruik van de verschillende mogelijke financieringsvormen voor starters uit Kroatië onderzocht, bleek dat startende bedrijven initieel liever geen bankleningen wensen aan te gaan (Čalopa, Horvat & Lalić, 2013). Als belangrijkste reden wordt gegeven dat dit soort financiering vaak onderpand vereist, wat voor startende ondernemers vaak niet mogelijk is. Eigen inbreng van de ondernemer zelf en leningen bij vrienden en familie zijn volgens dit onderzoek de meest gebruikte alternatieven.

In een onderzoek naar Belgische starters wijzen Huyghebaert & Van de Gucht (2007) erop dat financieringsbeslissingen van jonge ondernemingen erg worden beïnvloed door onder andere het gebrek aan reputatie en het grote gevaar op falen. Zij onderzochten hoe de unieke kenmerken van startende bedrijven financieringsbeslissingen beïnvloeden en of deze bedrijven een zekere kapitaalstructuur nastreven. Door de weinige informatie die beschikbaar is over een pas opgestart bedrijf, lenen banken kleinere hoeveelheden uit of weigeren ze zelfs geheel om een lening uit te geven. De reden hiervoor is, zoals eerder reeds aangegeven, dat de opvolgingskosten te hoog zouden liggen in vergelijking met de potentiële winsten die gegenereerd zouden kunnen worden. In een ander artikel concludeert men dat ondernemingen uit sectoren waar de falingsgraad hoog ligt of ondernemers die private controle erg belangrijk vinden, minder beroep doen op banken (Huyghebaert, Van de Gucht & Van Hulle, 2007).

Bjuggern en Laufer (2014) komen in hun onderzoek naar Zweedse starters tot gelijkaardige bevindingen. De grote mate van risico's die verbonden zijn aan het toekennen van leningen aan startende bedrijven zorgt er volgens hen voor dat de meeste van de onderzochte bedrijven geen gebruik maken van bankleningen. Startende bedrijven grijpen ook volgens hen eerder naar eigen kapitaal of leningen van vrienden en familie.

Een cross-country studie van meer dan 100 landen wereldwijd (Chavis, Klapper & Love, 2011) toont aan dat bedrijven bij opstarting minder afhangen van bankkrediet en meer van informele financiering. Dit verandert volgens hen wel naarmate het bedrijf ouder wordt, zelfs kleine ondernemingen schakelen over naar bankfinanciering wanneer ze matuurder worden. Beck, Demirguc-Kunt en Maksimovic (2008) zijn het hier slechts gedeeltelijk mee eens, zij

kwamen in hun onderzoek tot de conclusie dat kleine onderneming ook in latere fases minder afhankelijk blijven van bankfinanciering.

In tegenstelling tot bovenstaande literatuur concluderen Robb en Robinson (2014) in hun onderzoek dat nieuw opgerichte bedrijven net sterk afhankelijk zijn van formele schuldfinanciering zoals bankschulden. Ze gebruikten een vertrouwelijke versie van de Kauffman Firm Survey (KFS), een dataset die om en bij de 5000 pas opgerichte, Amerikaanse bedrijven volgt gedurende hun eerste jaren van exploitatie. Resultaten van dit onderzoek toonden aan dat er gemiddeld zeven keer zoveel gebruikt gemaakt werd van bankfinanciering dan van interne schulden. Zelfs bij bedrijven die beroep doen op interne financiering is de gemiddelde externe financiering bijna tweemaal zo groot. De drie meest gebruikte financieringsbronnen voor de gemiddelde starter uit dit onderzoek zijn, in volgorde, bankschuld, eigen vermogen en handelskrediet. Een belangrijke opmerking die echter gemaakt wordt in dit artikel is dat deze volgorde eerder een weerspiegeling is van het evenwicht tussen vraag en aanbod van kapitaalwerving, dan een voorkeur van de ondernemer zelf. Niettemin, de notie dat startende bedrijven het meest afhankelijk zijn of het meest beroep doen op weldaad van familie of vrienden lijkt misleidend, gezien deze bevindingen.

Recent onderzoek van Vanacker en Deloof (2018) over Belgische starters toont gelijkaardige resultaten als die van Robb en Robinson (2014). Zij vergeleken de beschikbaarheid en gebruik van financiële middelen voor en tijdens de crisis van 2008-2009. Hoewel de kredietwaardigheid van starters die vóór en tijdens de crisis zijn opgericht niet significant verschilt, is de gemiddelde bankschuld 20% lager voor de bedrijven die in crisisjaren zijn opgericht ten opzichte van diegenen die in de jaren vóór de crisis zijn opgericht. Desondanks deze daling bleek uit hun onderzoek dat bankschuld ook tijdens crisisjaren de belangrijkste financieringsbron voor starters bleef.

Het gebruik van bankleningen in de initiële kapitaalstructuur van startende ondernemingen zorgt, volgens een onderzoek van Cole & Sokolyk (2013), voor een snellere groei en een significant hogere kans op overleving tijdens de eerste jaren nadat de onderneming is opgericht. Het belang van schuldfinanciering bij de oprichting van ondernemingen tracht hiermee aangetoond te worden. Het gebruik van bankkrediet wordt ook volgens Asterbo &

Bernhardt (2003) gezien als een positieve indicator voor het overleven van startende bedrijven. Zij onderzochten de overlevingskansen van starters op basis van factoren zoals menselijk kapitaal, vermogen, kenmerken van de sector, kenmerken van het bedrijf en financieringsbronnen.

Grote en buitenlandse banken zijn volgens La Torre, Peria en Schmukler (2010) de belangrijkste spelers voor het verlenen van bankfinanciering aan starters. Dit in tegenstelling tot onderzoek van vele andere academici (o.a. Ibrahim, 2010; Berger & Udell, 1998; Cole & Sokolyk, 2013; Cassar, 2004), die beweren dat kleine en nichebanken een voordeel hebben om informatie asymmetrie te overwinnen aan de hand van relationeel lenen. Ibrahim (2010) bijvoorbeeld meent dat schuldfinanciering zeer belangrijk is voor starters maar dat gespecialiseerde bedrijven in tegenstelling tot grote instituties hierin een grote rol spelen. Volgens La Torre, Peria en Schmukler (2010), echter, hebben grote banken een comparatief voordeel om financiering bieden voor een breed scala aan producten en diensten. Dit comparatief voordeel wordt grotendeels tot stand gebracht door hun risicobeheer aan de hand diversificatie, nieuwe technologieën en nieuwe bedrijfsmodellen.

5.2.2 Leverancierskrediet

Een andere vorm van financiering via het vreemd vermogen is het gebruik van leverancierskrediet. Ondernemingen kunnen met hun leveranciers een betalingsuitstel overeenkomen. Dit houdt in dat de onderneming binnen een bepaalde periode dient te betalen in plaats van de betaling meteen bij ontvangst van de goederen te laten plaatsvinden. Op dit krediet betaalt men geen interesten zoals bijvoorbeeld bij een bankkrediet. De kost van dit soort financiering kan echter gevonden worden in de eventuele misgelopen korting door niet te betalen bij ontvangst. Terwijl voor de onderneming leverancierskrediet soms relatief duurder is dan bankschulden, volgen leveranciers vaker een minder strikt liquidatiebeleid bij eventuele financiële nood van de onderneming waaraan betalingsuitstel is verleend. Hiermee wordt bedoeld dat leveranciers over het algemeen eerder bereid zijn om opnieuw te onderhandelen over de aflossing van reeds uitstaande schuld (Huyghebaert, Van de Gucht, & Van Hulle, 2007). Leveranciers hebben dan ook vaak een beter beeld van de bedrijven

waarmee zij dagelijks in contact staan. Vertrouwen en transparantie zijn hiervoor zeer belangrijke factoren (Berger & Udell, 2006).

5.3 Conclusie

Het is duidelijk dat er geen consensus is in de literatuur over het gebruik en de beschikbaarheid van financieringsvormen voor starters. Deze onenigheid is mede te wijten aan het feit dat de onderzoeken vaak uitgevoerd werden in verschillende landen, op verschillende momenten in de tijd en onder verschillende omstandigheden. De context verschilt daarom danig van onderzoek tot onderzoek. In wat volgt wordt de huidige situatie in België, Frankrijk en Duitsland onderzocht. Hier zal minder gefocust worden op de beschikbaarheid en het aanbod van de verschillende financieringsvormen. Er wordt daarentegen vooral naar het uiteindelijke gebruik van deze vormen van financiering gekeken.

6. Onderzoek

6.1 Dataselectie

De data gebruikt voor het empirisch gedeelte van deze masterproef werd opgehaald via Orbis, een database samengesteld door Bureau van Dijk. Dit is een belangrijke Europese uitgever van bedrijfsinformatie en is gespecialiseerd in private bedrijfsgegevens, gecombineerd met software voor het doorzoeken en analyseren van ondernemingen. Orbis is de flagship bedrijfsdatabase van Bureau van Dijk. Data zoals de balans, resultatenrekening, sociale balans en eigendomsinformatie van ongeveer 300 miljoen bedrijven over de hele wereld kan worden teruggevonden. Bureau van Dijk verzamelt deze informatie via meer dan 160 verschillende aanbieders en voegt waarde toe door deze verschillende bronnen aan elkaar te koppelen en de gegevens te standaardiseren (Bureau van Dijk, z.d.).

De concrete criteria om starters te selecteren zijn grotendeels gebaseerd op de criteria gebruikt in het onderzoek van Vanacker en Deloof (2018). Zoals reeds eerder vermeld worden starters in dit onderzoek gedefinieerd als bedrijven die ten hoogste 4 jaar oud zijn. Het jaar van oprichting was bijgevolg een eerste selectiecriterium dat gebruikt werd om bedrijven via Orbis te filteren. Aangezien gegevens van 2017 gebruikt worden, werd enkel rekening gehouden met bedrijven opgericht in 2014, 2015, 2016 of 2017. Ten tweede, moesten de bedrijven tussen 1 en 50 mensen tewerkstellen in het jaar van oprichting. Het minimum wordt op 1 gezet omdat het bedrijf een actieve onderneming moet zijn, het tewerkstellen van personeel is hiervoor een goede indicator. Er wordt ook een maximum bepaald omdat het zeer onwaarschijnlijk is dat ondernemingen die met meer dan 50 werknemers starten tijdens het eerste jaar van exploitatie werkelijk startende bedrijven zijn. Waarschijnlijker is dat zulke bedrijven bijvoorbeeld nieuwe afdelingen zijn van bestaande bedrijven (Vanacker & Deloof, 2018). Een volgend criterium waaraan voldaan moest worden, is onafhankelijkheid. Bedrijven behorend tot een groepsstructuur worden bijgevolg uitgesloten. Meer bepaald, konden ondernemingen geen aandeelhouders hebben met een belang groter dan 50%. Uitzonderingen werden gemaakt voor werknemers van het bedrijf. Ook bedrijven met deelnemingen in andere ondernemingen werden geweerd uit de dataset. De focus werd dus gelegd op bedrijven die onafhankelijk zijn bij opstart, dit omdat bedrijven behorende tot een

groepsstructuur een groot deel van hun financiering van daarbinnen zullen kunnen verkrijgen. Daarbovenop geldt dat, net zoals bij bedrijven met meer dan 50 werknemers in het eerste jaar, het zeer onwaarschijnlijk is dat ondernemingen met participaties in andere bedrijven bij opstart werkelijk starters zijn. Ten vierde werden, naar voorbeeld van Vanacker en Deloof (2018), ondernemingen uit zowel de financiële en sociale sector, alsook het onderwijs uitgesloten. Ten vijfde werden bedrijven zonder recente financiële informatie preventief uit de dataset verwijderd. Als laatste werd ook een onderscheid gemaakt tussen het land waarin de starter werd opgericht. Er werden zowel afzonderlijke databases samengesteld voor België, Duitsland en Frankrijk, alsook een dataset met alle landen gecombineerd. Voor België bestond de uiteindelijke dataset uit 5.034, voor Frankrijk uit 11.042 en voor Duitsland uit 3.964 starters.

Eveneens gebruik makend van Orbis, werd per onderzocht land een additionele dataset samengesteld van alle bedrijven operationeel tussen 2014 en 2017. Voorwaarde was dat deze bedrijven minstens 1 persoon tewerkstelden in deze periode. Bedrijven actief in het onderwijs, alsook in de financiële en sociale sector werden weer uitgesloten, net als bedrijven waarover geen financiële gegevens beschikbaar waren. Voor België bestond deze dataset uit 105.641 bedrijven, voor Frankrijk uit 135.289 bedrijven en voor Duitsland uit 175.264 bedrijven. Ze werden gebruikt om de industriegerelateerde variabelen, waaronder de gemiddelde activa gebaseerde groei over 3 jaar, gemiddelde schuldratio en concentratie, samen te stellen. De verschillende industrieën worden geclassificeerd aan de hand van de NACE-code. Dit is een code die in Europa wordt toegekend aan een bepaalde klasse van economische activiteiten. In deze uiteenzetting werd gebruik gemaakt van de laatste herziene code, namelijk de viercijferige NACE rev. 2.

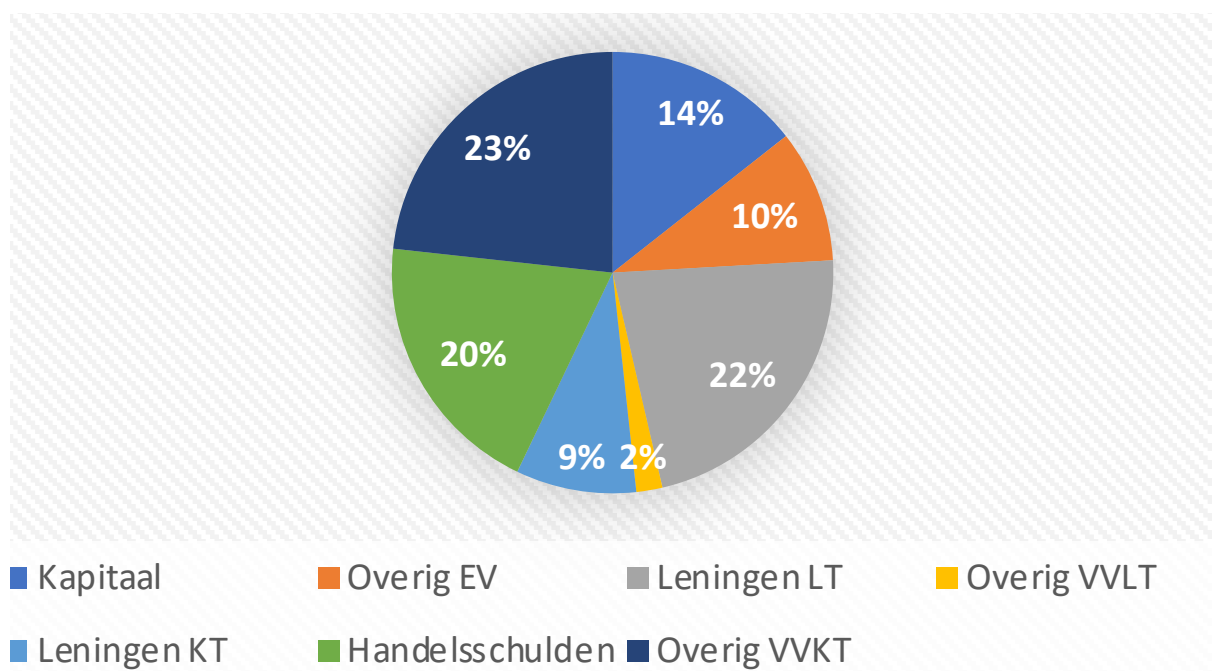
6.2 Descriptieve analyse financieringsstructuur

Om een vergelijking te maken tussen de financieringsstructuur van Belgische, Franse en Duitse starters zal gekeken worden naar de passiefzijde van de balans van deze starters. De gemiddelde ratio van elk relevant gekend onderdeel ten opzichte van de totale passiefzijde wordt genomen om een algemeen beeld per land te kunnen vormen. Het eigen vermogen wordt opgedeeld in kapitaal en overig eigen vermogen. Bij het vreemd vermogen wordt een

onderscheid gemaakt tussen de lange en korte termijn. Bij de lange termijn wordt gekeken naar lange termijnleningen en overig vreemd vermogen op lange termijn. De korte termijn wordt nog verder opgesplitst in kortetermijnleningen, handelsschulden en overig vreemd vermogen op korte termijn.

6.2.1 België

Figuur 3. Financieringsstructuur Belgische starters

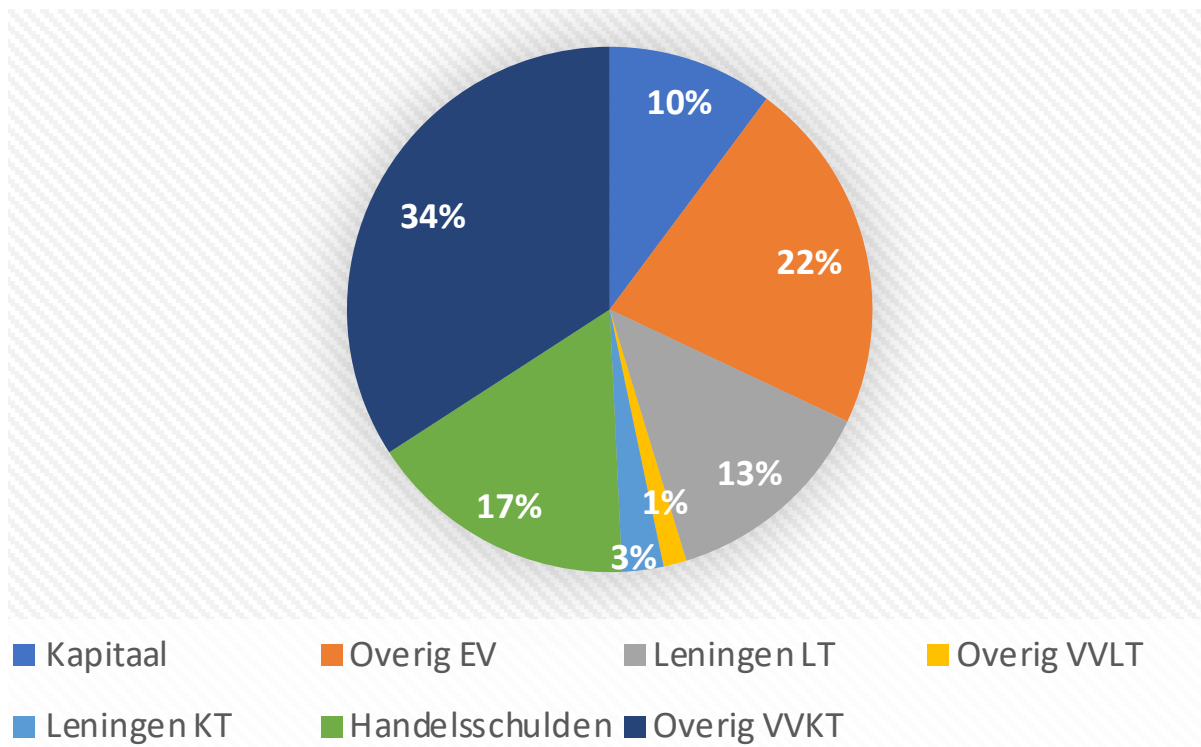


Voor België wordt er gekeken naar de cijfers uit 2017 van 5.034 starters opgericht tussen 2014 en 2017. We constateren dat de financieringsstructuur van deze starters voor gemiddeld 24% bestaat uit eigen vermogen. Door dit verder op te delen zien we dat kapitaal en overig eigen vermogen respectievelijk 14% en 10% van het passief vertegenwoordigen. Ten tweede nemen we vreemd vermogen op lange termijn in beschouwing, ook hiervan wordt voor gemiddeld 24% gebruik gemaakt. Het grootste stuk van deze overkoepelende post, namelijk 22% van de aangewende financieringsmiddelen, wordt vertegenwoordigd door leningen op lange termijn. Overig vreemd vermogen op lange termijn maakt dit onderdeel compleet. Tot slot zorgt de som van leningen op korte termijn (9%), handelsschulden (20%) en overig vreemd vermogen

op korte termijn (23%) voor een vreemd vermogen op korte termijn dat gemiddeld 52% van de aangewende financieringsmiddelen van de onderzochte Belgische starters vertegenwoordigt.

6.2.2 Frankrijk

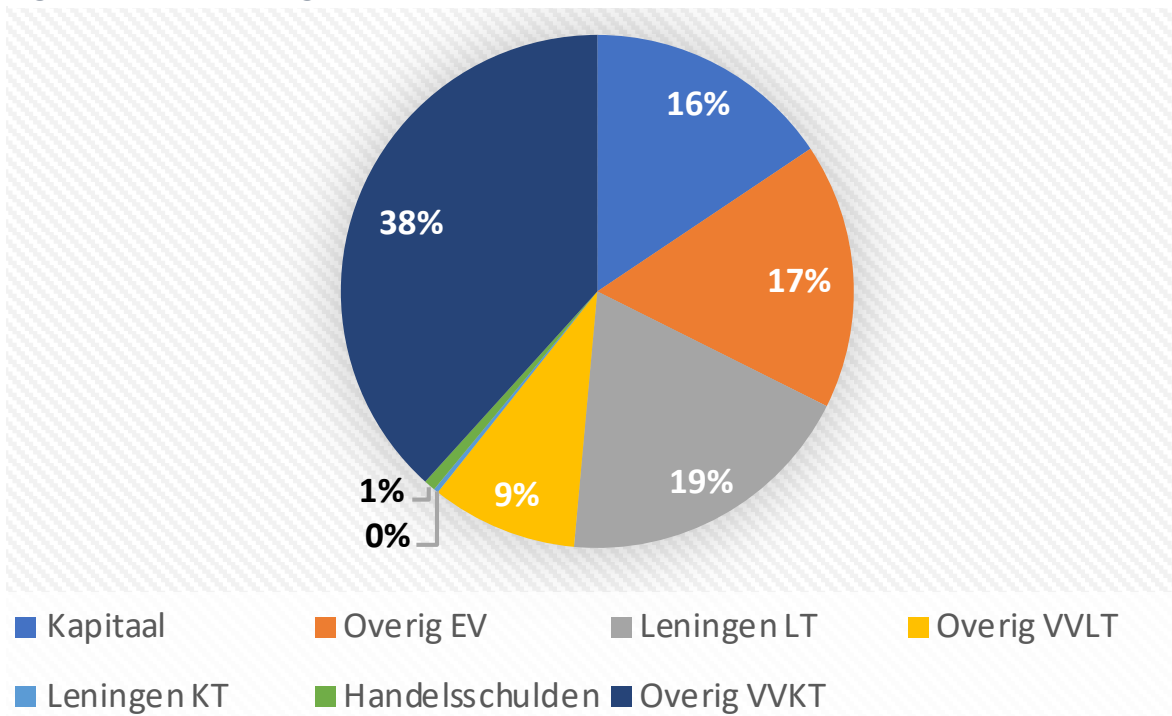
Figuur 4. Financieringsstructuur Franse starters



De dataset van Franse starters bestaat uit 11.042 ondernemingen opgericht tussen 2014 en 2017. Ten eerste is vast te stellen dat eigen vermogen voor gemiddeld 32% van de aangewende financieringsmiddelen geldt. Kapitaal (10%) en overig eigen vermogen (22%) zijn de hoofonderdelen van dit eigen vermogen. Ten tweede wordt voor gemiddeld 13% en 1% gebruik gemaakt van respectievelijk leningen op lange termijn en overig vreemd vermogen op lange termijn. Het grootste deel van de passiefzijde van de Franse starters (54%) bestaat echter uit vreemd vermogen op korte termijn. Leningen op korte termijn gelden voor 3%, handelsschulden voor 17% en overig vreemd vermogen op korte termijn voor 34%.

6.2.3 Duitsland

Figuur 5. Financieringsstructuur Duitse starters



Net zoals bij Belgische en Franse starters wordt ook voor de Duitse starters gebruik gemaakt van gegevens uit 2017. Deze dataset bestaat uit 3.964 starters, opgericht tussen 2014 en 2017. Eigen vermogen, dat wordt samengesteld door kapitaal (16%) en overig eigen vermogen (17%), geldt voor gemiddeld 33% van de aangewende financieringsmiddelen. Vreemd vermogen op lange termijn, ten tweede, vertegenwoordigt gemiddeld 28%. Dit percentage is samengesteld uit 19% leningen op lange termijn en 9% overig vreemd vermogen op lange termijn. Tot slot kijken we ook naar het vreemd vermogen op korte termijn. Deze middelen vertegenwoordigen gemiddeld 39% van de financieringsstructuur van Duitse starters. Het onderdeel leningen op korte termijn staat voor gemiddeld 1% en het aandeel van handelsschulden valt te verwaarlozen. Het overig vreemd vermogen op korte termijn heeft een aanzienlijk groter aandeel: gemiddeld 38% van de passiefzijde wordt vertegenwoordigd door dit onderdeel.

6.2.4 Vergelijking tussen België, Frankrijk en Duitsland

Het verschil in beschikbaarheid en gebruik van financiering voor starters is op verschillende manieren te verklaren. Overheidsbeleid en nationale financiële structuren spelen een belangrijke rol in de beschikbaarheid van financiering. Berger en Udell (2006) zien boekhoudkundige normen, juridisch kader, faillissementswetgevingen en de fiscale omgeving als belangrijke factoren die deze verschillen tussen landen beïnvloeden. Boekhoudkundige normen en geloofwaardige, onafhankelijke accountantskantoren hebben invloed op de betrouwbaarheid van financiële verslaggeving, welke op zijn beurt een rol speelt in de beslissing van kredietverstrekkers om leningen toe te staan. De juridische omgeving die van invloed is op het bedrijfsleven bestaat uit handelswetten die eigendomsrechten verbonden aan commerciële transacties specificeren. De gerechtelijke en faillissementsomgeving bepalen hoe goed deze wetten worden gehandhaafd in commerciële geschillen en faillissementsbeschikkingen. Dit, op zijn beurt, bepaalt het vertrouwen van contracterende partijen in financiële contracten. Gezamenlijk vormen deze kenmerken de rechtsstaat met betrekking tot het toestaan van kredieten en handelsschulden. Landen verschillen aanzienlijk in deze dimensie: voor sommigen zijn commerciële wetten duidelijk en handhaving voorspelbaar, wat bevorderlijk is voor het financieren van starters, voor anderen is het handelsrecht dubbelzinnig of onvolledig en is handhaving problematisch, wat investeringen in en financiering van nieuwe bedrijven ontmoedigt. Tot slot heeft ook het regelgevend kader en belastingklimaat een grote impact. Bijvoorbeeld hogere kapitaalsvereisten en zwaardere banksupervisie hebben in het verleden al voor een reductie in kredietverstrekking gezorgd.

Tabel 1. Vergelijking financieringsstructuur Belgische, Franse en Duitse starters

	<i>België</i>	<i>Frankrijk</i>	<i>Duitsland</i>
<i>Kapitaal</i>	14%	10%	16%
<i>Overig EV</i>	10%	22%	17%
<i>Leningen LT</i>	22%	13%	19%
<i>Overig VVLT</i>	2%	1%	9%
<i>Leningen KT</i>	9%	3%	0%
<i>Handelsschulden</i>	20%	17%	1%
<i>Overig VVKT</i>	23%	34%	38%

De vergelijking van het gemiddelde gebruik van de verschillende financieringsvormen zal op twee manieren gebeuren. Ten eerste zullen de verschillende landen vergeleken worden door aan de hand van tabel 1 een descriptieve vergelijking te maken en door vervolgens de grootste verschillen en gelijkenissen op te lijsten. Ten tweede zullen verschillen ook aan de hand van een t-test statistisch getoetst worden op significantie.

Uit tabel 1 valt af te lezen dat kapitaal bij Belgische (14%) en Duitse (16%) starters een gelijkaardig deel op de balans vertegenwoordigt, Franse starters (10%) lijken hier minder gebruik van te maken. Ook bij het overig eigen vermogen is er een verschil op te merken: 10% voor België ten opzichte van 22% en 17% voor respectievelijk Frankrijk en Duitsland.

Het aandeel van leningen op lange termijn ligt bij België (22%) en Duitsland (19%) rond een vijfde van het totale passief, voor Franse starters daalt dit tot 13%. Het verschil tussen België en Frankrijk in overig vreemd vermogen op lange termijn lijkt verwaarloosbaar: 2% voor België en 1% voor Frankrijk. Voor Duitse starters staat deze financieringsvorm voor een gemiddeld groter deel van de totale financiering: 9%. Duitse starters maken dus relatief meer gebruik van vreemd vermogen op lange termijn (28%) dan Belgische (24%) en Franse starters (14%). Een mogelijke verklaring zou hier gevonden kunnen worden bij de signaling theorie. De Duitse markt wordt namelijk gekenmerkt door zijn grootte en veeleisendheid (Flanders Investment & Trade, z.d.). Lange termijn financiering kan een manier zijn om geloofwaardigheid te versterken en engagement op lange termijn aan te tonen, waardoor handelspartners mogelijks meer vertrouwen zullen krijgen. Een andere reden kan ook zijn dat kortetermijnfinanciering minder beschikbaar is en kapitaal dus noodzakelijk meer op de lange termijn en via het eigen vermogen gevonden moet worden. Hierover wordt in de volgende alinea verder uitgeweid.

Het aandeel van leningen op korte termijn is voor Duitse starters te verwaarlozen. Voor Franse starters is dit 3% en voor Belgische starters stijgt dit verder naar 9%. Daarnaast maken België en Frankrijk met respectievelijk 20% en 17% gemiddeld aanzienlijk meer gebruik van handelsschulden dan Duitsland (1%). Een verklaring hiervoor kan gevonden worden bij het Duitse faillissementsrecht. Het Duitse faillissementsrecht zorgt ervoor dat het voor starters moeilijker is om betalingsuitstel te krijgen. Dit komt omdat crediteuren die uitstel van betaling

verlenen, het risico lopen later een claim van de curator te ontvangen als de onderneming waaraan het uitstel verleend is binnen een bepaalde periode failliet gaat. De claims van de curator hebben betrekking op facturen waarvoor eerst uitstel van betaling verleend werd, maar alsnog betaald werden door de daarna failliet gegane onderneming. Volgens het Duitse faillissementsrecht moeten onderneming zelf nagaan of het bedrijf waaraan uitstel wordt verleend, op een bankroet afstevent. In dat geval mogen ze geen betalingen accepteren maar moeten ze zelf het faillissement van de desbetreffende handelspartner aanvragen. Als ze toch hun rekening innen, wordt hun handelen paulianeus geacht, wat staat voor ongeoorloofd voordringen bij een insolvente debiteur. Volgens paragraaf 133 van de Duitse Insolvenzordnung mag een curator zelfs tot tien jaar voor een faillissement terugkijken of crediteuren dat hadden moeten zien aankomen (Weissink, 2014). Het feit dat Belgische en Franse kmo's in 2017 respectievelijk gemiddeld 40 en 43 dagen nodig hadden om leveranciers te betalen, tegenover 18 dagen voor Duitse kmo's, steunt deze bevindingen (European Commission, 2018). Tot slot zorgt België in de categorie overig vreemd vermogen op korte termijn voor de grootste afwijking: 23% ten opzichte van 34% en 38% voor respectievelijk Frankrijk en Duitsland.

Indien enkel naar de leningen wordt gekeken en de termijn buiten beschouwing wordt gelaten, zien we dat Belgische starters (31%) hier meer gebruik van maken Duitse (19%) en Franse starters (16%). Aangezien, zoals in sectie 5 aangehaald, het kleine benodigde leningsbedrag een typisch kenmerk is voor startende ondernemingen kunnen we een mogelijke verklaring vinden in de SBA Fact Sheets, uitgegeven door de Europese Commissie (2018). De ratio kosten van kleine leningen op grote leningen was voor in België 2017 namelijk slechts 15,7%, wat de helft van het Europese gemiddelde is. Voor Frankrijk lag dit percentage op 22,8%, terwijl dit voor Duitsland met 56,5% ten opzichte van België meer dan driemaal zo hoog lag. Aangezien banken een belangrijke verschafter zijn van dit soort schulden is het ook interessant om naar het percentage geweigerde aanvragen te kijken. Wat opvallend is, rekening houdend met voorgaande resultaten, is dat in Duitsland slechts 8,95% van de aanvragen van kmo's werden geweigerd. Voor België lag dit op 13,56%, voor Frankrijk op 14,09% (European Commission, 2018). Als toevoeging aan deze tentatieve vergelijking zal in een volgende sectie ook het effect van de landen op onder andere de ratio leningen op totaal

passief statistisch getest worden aan de hand van een regressie. Leningen zullen dan gerapporteerd worden als rentedragende schulden.

Naast deze uitsluitend beschrijvende vergelijking werd aan de hand van een independent samples t-test nagegaan of er statistisch significante verschillen waar te nemen zijn. De landen werden telkens per twee vergeleken. Op significantieniveau van 5% kan besloten worden dat het aandeel van nagenoeg alle financieringsvormen voor elk land significant verschilt. Uitzonderingen zijn de eigen vermogens van Frankrijk (32%) en Duitsland (33%), deze zijn volgens deze test niet significant verschillend. De outputs van deze t-tests kunnen worden teruggevonden in de appendix.

6.3 Analyse: invloed variabelen op schuldgraad

6.3.1 Gebruikte variabelen

6.3.1.1 Afhankelijke variabelen

(1) Schuldratio

De eerste afhankelijke variabele die onderzocht zal worden is de schuldratio. Naast de algemene schuldratio te bestuderen, zal deze variabele ook verder opgesplitst worden in schuldratio op korte en schuldratio op lange termijn. De algemene variabele wordt berekend door per onderneming de ratio te nemen van het vreemd vermogen en het totale passief. Bij de schuldratio op korte en lange termijn wordt logischerwijs het vreemd vermogen vervangen door respectievelijk het vreemd vermogen op minder dan een jaar en het vreemd vermogen op meer dan een jaar.

(2) Ratio rentedragende schulden

Deze variabele wordt gebruikt omdat bankschulden specifiek niet af te lezen zijn op de balansen die weergegeven worden op Orbis. Aangezien bankschulden een groot aandeel vertegenwoordigen van de algemene rentedragende schulden, wordt verwacht dat deze

resultaten, met enige voorzichtigheid, kunnen worden doorgetrokken. Ook deze afhankelijke variabele kan worden opgesplitst op basis van termijn. De ratio rentedragende schulden zal bestudeerd worden in algemene vorm, korte en lange termijn. De algemene ratio rentedragende schulden wordt berekend door de rentedragende schulden te delen door het totale passief. Op korte termijn worden enkel de rentedragende schulden op minder dan een jaar in deze formule gebracht. De lange termijn wordt op dezelfde manier berekend met rentedragende schulden op meer dan een jaar.

6.3.1.2 Onafhankelijke variabelen

6.3.1.2.1 Ondernemingsgerelateerde variabelen

(3) Tastbaarheid activastructuur - Tangibility

De eerste ondernemingsgerelateerde onafhankelijke variabele die in dit onderzoek gebruikt wordt, is de tangibility of tastbaarheid. De relevantie van deze variabele wordt reeds sinds tientallen jaren onderzocht in een groot aantal academische artikels en er konden voornamelijk twee manieren teruggevonden worden om deze variabele te berekenen. De eerste manier is door de verhouding van de vaste activa op de totale activa per onderneming te nemen (Rajan & Zingales, 1994; Cassar, 2004; Huang & Song, 2006; Kuehnhausen & Stieber, 2014). De tweede is specifiek en wordt berekend door enkel de materiele vaste activa in beschouwing te nemen en ook deze door de totale activa te delen (Hall, Hutchinson & Michaelas, 2004; Huyghebaert & Van de Gucht, 2007; Rauh & Sufi, 2010; Mostarac & Petrovic, 2013; Vanacker & Deloof, 2018). In deze uiteenzetting zal de tastbaarheid op de tweede manier berekend worden.

Robb en Robinson (2014) menen dat ondernemingen eerst een zekere mate van productie en vaste activa moeten bezitten vooraleer banken krediet zullen willen verlenen. Ook Cassar (2004) en Vanacker en Deloof (2018) vinden een positief verband tussen de tastbaarheid van de activastructuur en de mate van bankfinanciering. Op de ratio van korte termijn bankschulden heeft tangibility volgens Vanacker en Deloof (2018) echter een negatieve impact. In tegenstelling tot voorgaande academici menen Huyghebaert en Van de Gucht

(2007) een negatieve samenhang tussen materiële vaste activa en bankschulden te hebben gevonden. De relatie met enkel lange termijn bankschulden is volgens hen echter wel positief.

Naast onderzoek naar de relatie met bankfinanciering wordt in een groot aantal onderzoeken geen onderscheid gemaakt tussen de verschillende schuldcategorieën en dus enkel de relatie met de algemene schuldgraad onderzocht. Zowel Rajan en Zingales (1995), Cassar (2004), Huang en Song (2006), Rauh en Sufi (2010) als Mostarac en Petrovic (2013) vonden een significant positief verband tussen de tangibility en de schuldgraad van een onderneming. Hall, Hutchinson en Michaelas (2004) en Kuehnhausen en Stieber (2014) maakten wel een onderscheid tussen korte en lange termijnschulden. In deze studies werd een positief verband aangetoond tussen tangibility en lange termijnschulden, in relatie met korte termijnschulden werd echter een negatieve relatie gevonden.

Kuehnhausen en Stieber (2014) hadden volgende verklaring voor de positieve relatie tussen tastbaarheid en algemene schuldgraad. Hoe groter het deel van de vaste activa op de balans van een onderneming, hoe meer activa zij als onderpand tegenover een schuld kunnen verpanden. Ook worden hierdoor liquidatiewaarden hoger en zijn deze gemakkelijker te bepalen. Het zou dus voor een onderneming met meer tastbare activa gemakkelijker moeten zijn om leningen te verwerven. Zowel de pecking order theorie als de trade-off theorie voorspellen volgens hen een positieve relatie tussen tastbaarheid en leverage.

Bovenstaande literatuur in beschouwing genomen wordt uitgegaan van volgende hypothesen. Een verwachte positieve relatie wordt voorgesteld door een plusteken, een negatieve relatie door een minteken.

Tabel 2. Hypothesen tastbaarheid

	<i>Algemene schuldgraad</i>	<i>LT- schuldgraad</i>	<i>KT- schuldgraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Tast- baarheid</i>	+	+	-	+	+	-
<i>Hypothese</i>	1a	1b	1c	1d	1e	1f

(4) Liquiditeit

Een volgende variabele die onderzocht wordt is de liquiditeit van de onderneming. Onder liquiditeit verstaat men de verhouding tussen het totaal op korte termijn te betalen verplichtingen en de daarvoor beschikbare of op korte termijn beschikbaar komende middelen. Voor de liquiditeit zijn er verschillende berekeningsmogelijkheden. Šarlija en Hanc (2012) gebruikten zowel de current ratio (ratio vlottende activa en vreemd vermogen op korte termijn), de quick ratio (vlottende activa verminderd met voorraden en overlopende rekeningen gedeeld door vreemd vermogen op korte termijn) en de cashflow-to-debt ratio (ratio operationele cashflow en vreemd vermogen). Kuehnhausen en Stieber (2014) maakten gebruik van de vlottende activa op totale activa. Eriotis, Vasiliou en Ventoura-Neokosmidi (2007) en Sibilkov (2009) opteerden net zoals bovengenoemde Šarlija en Hanc (2012) om de quick ratio te gebruiken. Ook in dit onderzoek zal deze ratio als proxy voor liquiditeit gehanteerd worden.

Verschillende onderzoekers (Anderson & Carverhill, 2012; Šarlija & Hanc, 2012) concluderen uit hun onderzoek naar de relatie tussen liquiditeit en kapitaalstructuur van ondernemingen dat een hogere mate van liquiditeit resulteert in hogere maten van lange termijnschulden. De relatie tussen liquiditeit en de algemene schuldratio, alsook de schuldratio op korte termijn bleek uit het onderzoek van Šarlija en Hanc (2012) echter negatief te zijn. Volgens onderzoek van Eriotis, Vasiliou en Ventoura-Neokosmidi (2007), dat eenzelfde conclusie had, is de reden hiervoor dat een bedrijf met veel schulden, veel vlottende activa nodig heeft om hieraan te voldoen. Daardoor neemt het aantal de resterende vlottende activa en bijgevolg ook de liquiditeit van het bedrijf af. Kuehnhausen en Stieber (2014) vonden een negatieve relatie tussen schuldratio en liquiditeit, zowel op korte als lange termijn. Al was eerder in hun uiteenzetting sprake van een moeilijkheid schulden aan te trekken bij een lage liquiditeit, dit omdat de kosten van contractnaleving bij meer schulden zouden toenemen.

Verdere onzekerheid over deze variabele in de literatuur kan worden aangetoond aan de hand van het onderzoek van Sibilkov (2009). Dit onderzoek naar ondernemingen uit de Verenigde Staten vond, in tegenstelling tot bovengenoemde onderzoekers, net een positieve relatie tussen schuldratio en liquiditeit. Kuehnhausen en Stieber (2014) besluiten dat zowel de

pecking order theorie als de trade-off theorie onduidelijk zijn over de mogelijke impact van deze variabele.

Bovenstaande literatuur in beschouwing genomen wordt uitgegaan van volgende hypothesen. Een verwachte positieve relatie wordt voorgesteld door een plusteken, een negatieve relatie door een minteken.

Tabel 3. Hypothesen liquiditeit

	<i>Algemene schuldgraad</i>	<i>LT- schuldgraad</i>	<i>KT- schuldgraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Liquiditeit</i>	-	+	-	-	+	-
<i>Hypothese</i>	2a	2b	2c	2d	2e	2f

(5) Winstgevendheid

In deze uiteenzetting wordt de winstgevendheid van een onderneming gedefinieerd als de ratio van de Earnings Before Interest and Taks (EBIT) op de totale activa. De EBIT wordt berekend door de operationele opbrengsten te verminderen met de operationele kosten, exclusief financiële kosten en belastingen. Deze proxy werd reeds gebruikt in tal van academische literatuur (Rajan & Zingales, 1995; Huang & Song, 2002; Rauh & Sufi, 2010; Mostarac & Petrovic, 2013; Kuehnhausen & Stieber, 2014; Vanacker & Deloof, 2018). Degryse, de Goeij en Kappert (2012) daarentegen gebruikten de ratio van de Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA) op de totale activa. Gill, Biger en Mathur (2011) deelden de EBIT door het eigen vermogen om winstgevendheid voor te stellen.

In de literatuur is er echter geen consensus over het verband tussen winstgevendheid en de financiering van ondernemingen (Huang & Song, 2002). Er kan een onderscheid gemaakt worden tussen aanhangers van de trade-off en aanhangers van de pecking order theorie.

Volgens de trade-off theorie is het verband tussen winstgevendheid en de algemene schuldratio positief. De verklaring is dat winstgevende bedrijven meer schulden zullen aangaan om hun belastingvoordelen te maximaliseren. De afweging met de bijkomende faillissementskosten die extra schulden met zich meebrengen, wordt natuurlijk nog steeds gemaakt (Gill, Biger & Mathur, 2011). In tegenstelling tot hun bevindingen omtrent de relatie tussen winstgevendheid en schuldratio, vinden Rauh en Sufi (2010) wel een positieve relatie tussen winstgevendheid en bankschulden. Ook Vanacker en Deloof (2018) kwamen in recent onderzoek van Belgische starters tot dezelfde bevindingen.

Volgens de pecking order theorie bestaat er een negatief verband tussen winstgevendheid en de algemene schuldratio. De theorie stelt namelijk dat ondernemingen eerst interne en eigen middelen verkiezen aan te wenden. Pas als deze maximaal gebruikt zijn, zouden ze dan overgaan naar externe financiering. Bij een hoge winstgevendheid zullen bedrijven dus meer beroep kunnen doen op interne financiering en is externe schuldfinanciering zoals bankkrediet minder gewenst (Rajan & Zingales, 1995; Hall, Hutchinson & Michaelas 2004; Rauh & Sufi, 2010; Degryse, de Goeij & Kappert, 2012; Mostarac & Petrovic, 2013; Palacín-Sánchez, Ramírez-Herrera & di Pietro, 2013; Kuehnhausen & Stieber, 2014). Deze bevindingen werden door voorgaande academici zowel gevalideerd op de algemene schuldratio, als deze op korte en lange termijn. Ook in dit onderzoek wordt omtrent de relatie van de winstgevendheid met de verschillende schuldratio's uitgegaan van de pecking order theorie, er worden dus uitsluitend negatieve relaties verwacht.

Tabel 4. Hypothesen winstgevendheid

	<i>Algemene schuldraad</i>	<i>LT- schuldraad</i>	<i>KT- schuldraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Winst- gevendheid</i>	-	-	-	-	-	-
<i>Hypothese</i>	3a	3b	3c	3d	3e	3f

(6) Grootte

De volgende onafhankelijke variabele uit dit onderzoek is de grootte van de onderneming. Deze werd in het verleden al gedefinieerd als het natuurlijk logaritme van de inkomsten (Kuehnhausen & Stieber, 2014) of van de verkoop (Gill, Biger & Mathur, 2011; Mostarac & Petrovic, 2013). Cassar (2004) en Degryse, de Goeij en Kappert (2012) gebruikten dan weer de natuurlijk logaritme van de totale activa. Deze laatste formule zal ook in deze uiteenzetting gehanteerd worden.

Over de relatie van de grootte van een onderneming met de schuldratio of de ratio bankschulden is in tegenstelling tot de andere variabelen wel consensus. Mostarac en Petrovic (2013) namen een positieve relatie tussen de grootte en de algemene schuldratio waar. Degryse, de Goeij en Kappert (2012) en Kuehnhausen en Stieber (2014) voegden hier ook een positieve relatie op zowel korte als lange termijn aan toe. Tot slot zag Cassar (2004) ook dezelfde trend in relatie met de ratio bankschulden.

Bovenstaande literatuur in beschouwing genomen wordt uitgegaan van volgende hypothesen. Een verwachte positieve relatie wordt voorgesteld door een plusteken, een negatieve relatie door een minteken.

Tabel 5. Hypothesen grootte

	<i>Algemene schuldgraad</i>	<i>LT- schuldgraad</i>	<i>KT- schuldgraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Grootte</i>	+	+	+	+	+	+
<i>Hypothese</i>	4a	4b	4c	4d	4e	4f

6.3.1.2.2 Industriegelateerde variabelen

De volgende drie variabelen die onderzocht worden hebben allemaal te maken met de industrie waarin de bedrijven actief zijn. Hall, Hutchinson en Michaelas (2000), alsook Degryse, de Goeij en Kappert (2012) leiden uit hun onderzoek af dat de industrie een

verklarende rol kan hebben in de financiering van een onderneming. Cassar (2004) daarentegen meent dat de industrie geen significante variabele is.

De verschillende industrieën worden geclassificeerd aan de hand van de NACE-code. Dit is een code die in Europa wordt toegekend aan een bepaalde klasse van economische activiteiten. In deze uiteenzetting zal gebruik gemaakt worden van de laatste de viercijferige NACE rev. 2 code. De Financiële en sociale sector, alsook het onderwijs werden, zoals eerder gezegd, uitgesloten. De hoofdsecties zijn de volgende:

- Landbouw, jacht en bosbouw
- Winning van delfstoffen
- Industrie
- Elektriciteit, gas, stoom en gekoelde lucht
- Watervoorziening, afvalbeheer en sanering
- Bouwnijverheid
- Groot- en detailhandel; reparatie van auto's en motorfietsen
- Vervoer en opslag
- Accommodatie- en maaltijdvoorziening
- Informatie en communicatie
- Vastgoed
- Vrije beroepen en wetenschappelijke en technische activiteiten
- Administratieve en ondersteunende diensten
- Kunst, amusement en recreatie
- Activiteiten van huishoudens als werkgever
- Activiteiten van extraterritoriale organisaties

(7) Groei

De market-to-book ratio werd in voorgaand onderzoek vaak gebruikt om de groeimogelijkheden van een onderneming weer te geven (b.v. Rajan & Zingales, 1995). Dit is echter niet toepasbaar op ons onderzoek, aangezien de market-to-book ratio niet beschikbaar

is voor private ondernemingen. Andere benaderingen zoals groei in verkoop of totale activa (b.v. Titman & Wessels, 1988) zijn ook niet beschikbaar voor starters omdat hun operationele geschiedenis te beperkt is. Om die redenen worden de groeimogelijkheden van starters in ons onderzoek benaderd op een gelijkaardige manier als Vanacker en Deloof (2018), die dezelfde beperkingen kenden. De gemiddelde jaarlijkse groei in totale activa over de drie jaar, voorgaand aan het bestudeerde jaar, voor bedrijven uit dezelfde 4-cijferige industrie wordt als proxy genomen. Ook Kuehnhausen en Stieber (2014) gebruikten dezelfde methode.

Om het verband tussen groei en de kapitaalstructuur te voorspellen, kan weer gebruik gemaakt worden van enerzijds de pecking order theorie en anderzijds de trade-off theorie. De pecking order theorie voorspelt een positief verband tussen groei en schuld zoals bankleningen. Een onderneming die snel groeit heeft hogere uitgaven die vaak niet volledig kunnen worden opgevangen door interne financiering en dus zorgen voor een financieringstekort. Om dit tekort op te vangen verkiezen ze volgens deze theorie schulden te gebruiken (Cassar, 2004; Huyghebaert & Van de Gucht, 2007; Degryse, de Goeij & Kappert, 2012). De trade-off theorie gaat uit van een negatief verband tussen groei en schuld waaronder bankschuld. De reden hiervoor is dat bij hogere groei de faillissementskosten zullen toenemen en volgens deze theorie de schulden dan worden afgebouwd om de optimale schuldratio te bereiken (Titman & Wessels, 1988).

Ook wordt gesteld dat ondernemingen eerst kortetermijnleningen of leverancierskrediet zullen gebruiken om groei te financieren. Een reden hiervoor, aangehaald door Myers (1977), is dat kredietverschaffers enkel het geleende bedrag plus interest terugkrijgen en dus niet delen in de winsten die groeimogelijkheden mogelijks met zich meebrengen. Het risico op faillissement wordt echter wel gedeeld wat zal zorgen voor een hogere kost voor lange termijn leningen en deze dus minder aantrekkelijk maakt voor de ondernemingen uit op extra financiering (Titman & Wessels, 1988). Onderzoek van Hall, Hutchinson en Michaelas (2004), Gaud, Jani, Hoesli en Bender (2005) en nog recenter van Vanacker en Deloof (2018) bevestigt voorgaande aanname en gaat uit van een positieve relatie tussen groei en korte termijn bankleningen enerzijds en een negatieve relatie met lange termijn bankleningen anderzijds.

Bovenstaande literatuur in beschouwing genomen wordt uitgegaan van volgende hypothesen. Een verwachte positieve relatie wordt voorgesteld door een plusteken, een negatieve relatie door een minteken.

Tabel 6. Hypothesen groei

	<i>Algemene schuldgraad</i>	<i>LT- schuldgraad</i>	<i>KT- schuldgraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Groei industrie</i>	+	-	+	+	-	+
<i>Hypothese</i>	5a	5b	5c	5d	5e	5f

(8) Schuldratio industrie

Overeenkomstig met Frank en Goyal (2009), Degryse, de Goeij en Kappert (2012), Kuehnhausen en Stieber (2014) en Köksal en Orman (2015) werd als proxy voor de sectorale schuldratio telkens de gemiddelde schuldratio van bedrijven uit dezelfde 4-cijferige industrie genomen. Al deze academici vonden een sterke positieve samenhang tussen de industriële schuldgraad en deze van de onderneming. Volgens Kuehnhausen en Stieber (2014) veronderstelt de trade-off theorie het bestaan van sterke inter-industrie effecten, aangezien de schuldgraad tussen verschillende sectoren kan verschillen. De pecking order theorie biedt volgens hen geen duidelijke voorspelling. Bovendien kunnen intra-industrie-effecten het gevolg zijn van concurrentie en agency conflicten binnen een markt. Ondernemingen kunnen te maken krijgen met een hogere druk om te zorgen voor een optimale leverage ratio in meer competitieve situaties.

Bovenstaande literatuur in beschouwing genomen wordt uitgegaan van volgende hypothesen. Een verwachte positieve relatie wordt voorgesteld door een plusteken, een negatieve relatie door een minteken.

Tabel 7. Hypothesen schuldratio industrie

	<i>Algemene schuldgraad</i>	<i>LT- schuldgraad</i>	<i>KT- schuldgraad</i>	<i>Ratio rentedragende schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragende schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragende schulden</i>
<i>Schuldratio industrie</i>	+	+	+	+	+	+
<i>Hypothese</i>	6a	6b	6c	6d	6e	6f

(9) Concentratie industrie

Een laatste industrie-gerelateerde variabele die onderzocht wordt, is de industriële concentratie. Een hoge concentratie wijst op een gering aantal ondernemingen met een relatief groot marktaandeel en dus minder kleinschalige concurrerende bedrijven. Om de concentratie per viercijferige industrie (NACE rev. 2) te benaderen werd gebruik gemaakt van een activa gebaseerde Herfindahl-Hirschman index. Deze is de som van de kwadraten van alle marktaandelen per industrie en werd per land berekend aan de hand van de eerder vernoemde additionele datasets.

Omtrent het effect van deze variabele is niet veel literatuur teruggevonden. Cosh, Cummings en Hughes (2009) komen tot de bevinding dat bedrijven actief in minder geconcentreerde markten, eerder geneigd zijn gebruik te maken van bankleningen. Ook Vanacker en Deloof (2018) onderzochten het effect van deze variabele op de graad van bankschulden. Zij vonden met geen van de ratio's bankschulden (algemeen, korte termijn en lange termijn) significante relaties.

Door het beperkte onderzoek zijn volgende hypothesen grotendeels gebaseerd op de assumptie dat financiers in geconcentreerde industrieën mogelijks minder vertrouwen zullen hebben in startende bedrijven en dus minder snel krediet zullen toestaan. Dit omdat concurreren met grote gevestigde bedrijven in zulke industrieën als een moeilijke opgave wordt geacht. De verwachte negatieve relaties worden in onderstaande tabel allen weergegeven door mintekens.

Tabel 8. Hypothesen concentratie industrie

	<i>Algemene schuldgraa d</i>	<i>LT- schuldgraa d</i>	<i>KT- schuldgraa d</i>	<i>Ratio rentedragend e schulden</i>	<i>LT-ratio rentedragend e schulden</i>	<i>KT-ratio rentedragend e schulden</i>
<i>Concentrati e industrie</i>	-	-	-	-	-	-
<i>Hypothese</i>	7a	7b	7c	7d	7e	7f

6.3.2 Regressieanalyse

6.3.2.1 Modellen

Er wordt gebruik gemaakt van lineaire regressies met behulp van de Ordinary Least Squares (OLS) methode via SPSS. Het aangenomen algemeen regressiemodel, per afhankelijke variabele per land, gaat als volgt:

$$Y_i = \alpha_i + \sum_k \beta_k X_{ik} + U_i \quad i = 1, 2, \dots, n.$$

Met:

- Y_i : de gebruikte afhankelijke variabele (algemene schuldratio, korte termijn schuldratio, lange termijn schuldratio, algemene ratio rentedragende schulden, korte-termijnratio rentedragende schulden of lange-termijnratio rentedragende schulden);
- α_i : het intercept of de respons als al de verklarende variabelen de waarde 0 hebben;
- β_k met $k = 1, \dots, 7$: geeft de gemiddelde verandering in de respons als de k-de onafhankelijke variabele met een eenheid toeneemt;
- X_{ik} met $k = 1, \dots, 7$: de k-de onafhankelijke variabele:
 - $k = 1$... tastbaarheid,
 - $k = 2$... liquiditeit,
 - $k = 3$... winstgevendheid,
 - $k = 4$... grootte,
 - $k = 5$... groei industrie,
 - $k = 6$... schuldratio industrie,
 - $k = 7$... concentratie industrie;
- U_i : de foutterm.

Er wordt gebruik gemaakt van het handboek van Field (2013) om de verschillende regressies via SPSS juist uit te voeren. Vooraleer de regressie te runnen, werden extreme outliers uit de dataset verwijderd om vertekeningen in de modelschatting te beperken. Om outliers te bepalen werd gebruik gemaakt van de univariate outlier detectiemethode. De Z-score van alle variabelen werd berekend en indien de absolute waarde van deze z-score groter bleek dan 3,29, werd de waarde voor de desbetreffende variabele als een outlier gezien.

Daarnaast werd ook steeds gecontroleerd op multicollineariteit via de correlatiematrix en Variance Inflation Factor (VIF) van elke variabele. Als de absolute waarden uit de correlatiematrix kleiner zijn dan 0,4 wordt er uitgegaan van zwakke tot geen correlatie. Daarnaast wordt voor de VIF aangenomen dat er geen sprake is van multicollineariteit als deze kleiner is dan 3,5 voor elke variabele. Deze aanname bleek na controle in orde te zijn voor alle bestudeerde datasets.

Andere basisaannames van een lineaire regressie zijn normaliteit en lineariteit. Aangezien we over grote steekproeven beschikken mag volgens de Central Limit Theorem uitgegaan worden van de normaliteitsassumptie, zonder additionele testen uit te voeren. Lineariteit wordt gecontroleerd door na te gaan of de scatterplot van de gestandaardiseerde foutentermen ten opzichte van de gestandaardiseerde voorspelde waarden een non-lineaire relatie aantoont. Dit is voor geen van de regressiemodellen het geval. Echter is er wel vermoeden van het ontbreken van verklarende variabelen. Na het bestuderen van de scatterplot is er namelijk reden om aan te nemen dat grote waarden van de gestandaardiseerde residuen zorgen voor kleine waarden van de gestandaardiseerde voorspelde waarden en vice versa. De resultaten van deze analyse moeten als gevolg met enige voorzichtigheid worden geïnterpreteerd.

Tot slot moet ook gecontroleerd worden op autocorrelatie en heteroskedasticiteit. Op autocorrelatie kan getest worden aan de hand van de Durbin-Watson test. Deze test kan waarden aan nemen tussen 0 en 4. Bij waarden rond 2 is er geen sprake van autocorrelatie, als vuistregel worden waarden tussen 1,5 en 2,5 normaal geacht. Field (2013) voegt daaraan toe dat waarden lager dan 1 en hoger dan 3 een duidelijke reden voor bezorgdheid zijn. Op heteroskedasticiteit kan getest worden aan de hand van de White toets. Indien hier sprake

van is, kan dit echter snel verholpen worden door het model te bootstrappen. De gebootstrapte modellen worden in appendix weergegeven en komen dezelfde relaties uit als verder beschreven.

6.3.2.2 Resultaten

In deze sectie zullen de resultaten van de regressies worden weergegeven en besproken. De regressieanalyses werden uitgevoerd voor België, Frankrijk en Duitsland individueel, alsook eenmaal op een dataset van de drie landen samengevoegd. Aan dit laatste model werden nog dummy-variabelen voor Frankrijk en Duitsland toegevoegd, om ook het effect van de landen op de afhankelijke variabelen te kunnen meten. Per land worden 6 modellen geschat, telkens met een andere afhankelijke variabele. Deze zijn algemene schuldratio, lange termijn schuldratio, korte termijn schuldratio, algemene ratio rentedragende schulden, lange-termijnratio rentedragende schulden en korte-termijnratio rentedragende schulden. De tabellen weergegeven in de volgende secties tonen steeds op welk significantieniveau de coëfficiënten geïnterpreteerd moeten worden: er zal, tenzij anders aangegeven, worden uitgegaan van een significantieniveau van 5%.

6.3.2.2.1 België

De dataset van Belgische starters bestond na het verwijderen van waarnemingen met ontbrekende waarden uit 5.334 ondernemingen. Na controle op outliers werden nog eens 387 waarnemingen uit de dataset verwijderd, waardoor het aantal bestudeerde ondernemingen verder daalde naar 4.947.

Uit tabel 9 valt af te leiden dat de tastbaarheid van het actief geen significante impact heeft op de algemene schuldgraad van Belgische starters. Hypothese 1a kan voor België dus niet aanvaard worden. De relaties met de lange termijnschuldgraad en de ratio's rentedragende schulden, zowel de algemene als op korte en lange termijn, zijn significant positief. De cijfers kunnen als volgt geïnterpreteerd worden: een stijging van 1 procentpunt in de tastbaarheid van het actief zorgt voor een stijging van 0,48 procentpunten in de schuldgraad op lange termijn, 0,49 procentpunten in de algemene ratio rentedragende schulden, 0,48

procentpunten in de lange-termijnratio rentedragende schulden en 0,02 procentpunten in de korte-termijnratio rentedragende schulden. Daartegenover staat een negatieve relatie met de korte termijnschuldgraad: deze daalt met 0,48 procentpunten als de tastbaarheid met 1 procentpunt stijgt. Hypothesen 1b, 1c, 1d en 1e worden bijgevolg aanvaard, 1f wordt afgewezen. Een mogelijke verklaring voor de positieve relatie tussen tastbaarheid en de drie ratio's rentedragende schulden is dat hoe groter het aandeel vaste activa op de balans, hoe meer onderpand een ondernemingen tegenover een schuld kan bieden. Een onderneming zal dus gemakkelijker een lening kunnen krijgen van bijvoorbeeld een bank als het meer tastbare activa bezit.

De impact van liquiditeit op de algemene schuldratio is significant negatief, wat in lijn is met onze verwachtingen. Een toename van de liquiditeit van 1 procentpunt zal volgens de resultaten uit tabel 9 zorgen voor een daling van 0,13 procentpunten in de algemene schuldratio. Met de algemene ratio rentedragende schulden kon geen significant verband aangetoond worden. Een toename in de liquiditeit van een Belgische starter zal dus geen impact hebben op het aandeel rentedragende schulden zoals bankleningen. De relaties met lange en korte termijn ratio's, zijn respectievelijk positief en negatief, dit zowel schuldgraad als voor de ratio's rentedragende schulden. De cijfers kunnen als volgt geïnterpreteerd worden: een stijging van 1 procentpunt in de liquiditeit van een Belgische starter zorgt voor een stijging van respectievelijk 0,04 en 0,02 procentpunten in de lange termijn schuldgraad en de lange-termijnratio rentedragende schulden. Diezelfde stijging zorgt daarentegen voor een daling van 0,17 procentpunten in de korte termijn schuldgraad en van 0,02 procentpunten in de korte-termijnratio rentedragende schulden. In de Belgische setting worden hypothesen 2a, 2b, 2c, 2e en 2f dus aanvaard, voor hypothese 2d is dit niet het geval. Een reden voor de gevonden relaties kan zijn dat bedrijven met veel liquiditeit minder schulden nodig hebben om aan korte termijn verplichtingen te voldoen. Op lange termijn kan een hogere liquiditeit echter een positief signaal afgeven aan kredietverschaffers waardoor lenen bijvoorbeeld gemakkelijker wordt.

Tabel 9. Regressie analyse: Belgische starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,756*** (0,036)	-0,212*** (0,045)	0,968*** (0,041)	0,033 (0,050)	-0,138*** (0,044)	0,171*** (0,020)	
<i>Tastbaarheid</i>	-0,007 (0,008)	0,476*** (0,010)	-0,483*** (0,009)	0,494*** (0,011)	0,475*** (0,010)	0,018*** (0,004)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,126*** (0,003)	0,038*** (0,003)	-0,165*** (0,003)	0,004 (0,004)	0,024*** (0,003)	-0,020*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,241*** (0,012)	-0,213*** (0,015)	-0,028** (0,014)	-0,206*** (0,017)	-0,174*** (0,015)	-0,032*** (0,007)	-
<i>Grootte</i>	0,020*** (0,002)	0,040*** (0,002)	-0,020*** (0,002)	0,033*** (0,003)	0,035*** (0,002)	-0,002** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	0,048* (0,026)	-0,074** (0,033)	0,123*** (0,030)	-0,117*** (0,037)	-0,071** (0,032)	-0,046*** (0,014)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,094 (0,058)	0,115 (0,073)	-0,021 (0,066)	-0,063 (0,081)	0,028 (0,071)	-0,091*** (0,032)	+
<i>Concentratie industrie</i>	-0,039* (0,022)	0,057** (0,027)	-0,096*** (0,025)	0,048 (0,031)	0,050* (0,027)	-0,001 (0,012)	-
<i>F-waarde</i>	550,2***	477,5***	666,6***	423,7***	488,4***	49,2***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,437	0,403	0,485	0,374	0,408	0,064	
<i>N</i>	4947	4947	4947	4947	4947	4947	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratenschattermethode. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1): algemene schuldratio, (2): LT-schuldratio, (3): KT-schuldratio, (4): algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

Tussen winstgevendheid en de afhankelijke variabelen werden uitsluitend significant negatieve relaties gevonden. De interpretatie van de cijfers gaat als volgt: indien de winstgevendheid met 1 procentpunt stijgt, zal de algemene schuldgraad met 0,24 procentpunten afnemen. In de lange termijn schuldgraad, de korte termijn schuldgraad, de algemene ratio rentedragende schulden, de lange-termijnratio rentedragende schulden en de korte-termijnratio rentedragende schulden zullen dalen van respectievelijk 0,21; 0,03;

0,21; 0,17 en 0,03 procentpunten waar te nemen zijn voor de eerdergenoemde stijging in winstgevendheid. Deze bevindingen zijn in lijn met de pecking order theorie en bijgevolg ook met onze hypothesen, die allen aanvaard worden. Een onderneming zal namelijk het aanwenden van interne middelen, zoals winsten, verkiezen boven het aangaan van nieuwe externe schulden.

De grootte werd verwacht over de hele lijn een positieve impact te hebben. Deze positieve impact was waar te nemen met de algemene en lange termijn schuldgraad, alsook met de algemene en lange termijn ratio rentedragende schulden. Met de korte termijn schuldgraad en korte termijn ratio rentedragende schulden werd echter, tegen de verwachtingen in, een negatieve relatie gevonden. Een mogelijke verklaring hiervoor kan zijn dat kleinere bedrijven zich meer financieren met korte termijnschulden omdat zij meer informatieproblemen hebben dan grote bedrijven. Berger en Udell (1998) stellen dat deze grotere informatieasymmetrie zorgt dat het financieren van kleine bedrijven meer risico inhoudt en dat daarom korte termijn financiering voor kleine ondernemingen eerder beschikbaar is dan deze op lange termijn. Samengevat worden hypothesen 4a, 4b, 4d en 4e aanvaard, hypothesen 4c en 4f kunnen niet aanvaard worden.

Tussen de industriële groei en de algemene schuldgraad is het verband positief op significantieniveau van 10%. Specifiek zorgt een stijging in de gemiddelde sectorale groei van 1 procentpunt voor een toename van 0,05 procentpunten in de algemene schuldratio. Er werd, zoals verwacht, een respectievelijk negatieve en positieve relatie gevonden met de lange en korte termijnschuldgraad. Meer bepaald heeft een stijging van de gemiddelde sectorale groei van 1 procentpunt enerzijds een daling van 0,07 procentpunten op de lange termijn en anderzijds een stijging van 0,12 procentpunten op korte termijn tot gevolg. De verbanden met de ratio's aangaande rentedragende schulden waren allen negatief. Een toename van de gemiddelde groei van 1 procentpunt zorgt meer specifiek voor een daling in de algemene, korte termijn en lange-termijnratio rentedragende schulden van respectievelijk 0,12; 0,07 en 0,05 procentpunten. Met de algemene ratio en de ratio op korte termijn werden echter positieve verbanden verwacht. Deze bevindingen zijn echter wel in lijn met de trade-off theorie. Om de optimale schuldratio te bereiken zullen rentedragende schulden, zoals bankkrediet, bij sterkere groei namelijk worden afgebouwd vanwege de verhoogde

faillissementskosten die groei met zich meebrengt. Hypothesen 5a, 5b, 5c en 5e worden aanvaard, hypothesen 5d en 5f niet.

Tussen de gemiddelde sectorale schuldratio en de afhankelijke ratio's kon in vijf van de zes onderzochte modellen geen significant verband worden gevonden. Enkel bij de korte-termijnratio rentedragende schulden was het verband significant negatief. Een stijging van 1 procentpunt van deze afhankelijke variabele heeft een daling van 0,09 procentpunten in de korte-termijnratio rentedragende schulden tot gevolg. Algemeen kunnen we stellen dat de gemiddelde schuldratio van de industrie geen impact heeft op de onderzochte schuldratio's voor Belgische starters. Geen van onze hypothesen omtrent schuldratio industrie konden bijgevolg aanvaard worden.

De sectorale concentratie heeft op 5% enkel een significant verband met de lange termijn- en korte termijnschuldgraad. Voor de lange termijn was dit verband tegen onze verwachtingen in positief, op korte termijn was de relatie zoals verwacht negatief. Op 10% significantieniveau wordt een negatieve relatie gevonden met de algemene schuldratio en een positieve relatie met de lange-termijnratio rentedragende schulden. Voor de andere twee modellen kon geen significant verband aangetoond worden. Enkel hypothesen 7a en 7c kunnen bijgevolg aanvaard worden. In een geconcentreerde industrie worden, zoals verwacht, in het algemeen dus minder schulden aangegaan door Belgische starters. De positieve impact op beide lange-termijnratio's valt dan weer moeilijker te verklaren op de eerder aangehaalde denkwijze.

6.3.2.2.2 Frankrijk

Na het verwijderen van waarnemingen met ontbrekende waarden voor bepaalde variabelen, bestond de Franse dataset nog uit 11.042 starters. Wanneer ook de outliers uit deze dataset werden geweerd, daalde het aantal naar 10.015. Het resultaat van deze analyse valt af te lezen uit tabel 10.

De relatie tussen de tastbaarheid en de verschillende ratio's zijn voor Franse starters dezelfde als voor de Belgische. Er werd weer geen significante invloed gevonden op de algemene schuldgraad. De impact op de andere ratio's is grotendeels dezelfde als onze verwachtingen,

enkel op de korte termijn ratio rentedragende schulden bleek de impact positief in plaats van negatief te zijn. Specifiek stijgt bij een toename van de tastbaarheid van 1 procentpunt, de lange termijn schuldratio met 0,34 procentpunten, de algemene ratio rentedragende schulden met 0,35 procentpunten, de lange-termijnratio rentedragende schulden met 0,32 procentpunten en de korte-termijnratio rentedragende schulden met 0,03 procentpunten. De korte termijnschuldratio daalt bij deze stijging met 0,33 procentpunten. Hypothesen 1b, 1c, 1d en 1e worden dus, in tegenstelling tot hypothesen 1a en 1f, aanvaard. Een mogelijke verklaring voor de positieve relatie tussen tastbaarheid en de drie ratio's rentedragende schulden is opnieuw dat hoe groter het aandeel vaste activa op de balans, hoe meer onderpand een ondernemingen tegenover een schuld kan verpanden. Een onderneming zal dus bijvoorbeeld gemakkelijker toegang krijgen tot bankkrediet als het meer tastbare activa bezit.

Onze bevindingen omtrent de liquiditeit zijn in lijn met die van Kuehnhausen en Stieber (2014). Met alle onderzochte ratio's werd een significant negatieve relatie gevonden. Een voorbeeld van de implicatie hiervan is dat wanneer de liquiditeit met 1 procentpunt stijgt, de algemene schuldratio met 0,11 procentpunten zal afnemen. De overige modellen zijn analoog te interpreteren. Ook de relatie met de twee lange termijn ratio's was dus negatief. Dit terwijl hypothesen 2b en 2e op lange termijn een positieve relatie vooropstelden. Een verklaring hiervoor kan zijn dat bedrijven met veel schulden veel vlottende activa gebruiken om deze af te lossen, daardoor zou de resterende vlottende activa en bijgevolg de liquiditeit dalen. Hypothesen 2a, 2c, 2d en 2f werden in tegenstelling tot 2b en 2e wel aanvaard.

Net zoals bij liquiditeit bleek de relatie tussen winstgevendheid en de onderzochte ratio's voor Franse starters over de hele lijn significant negatief. Alle hypothesen omtrent deze variabele kunnen dus aanvaard worden. Specifiek betekent dit bijvoorbeeld dat wanneer de winstgevendheid met 1 procentpunt stijgt, de algemene schuldratio met 0,26 procentpunten zal dalen. De relaties met de andere afhankelijke variabelen kunnen aan de hand van tabel 10 op analoge wijze geïnterpreteerd worden. Deze bevindingen lopen parallel met die omtrent Belgische starters. Op basis van deze resultaten kan daarom weer de pecking order theorie worden gesteund. Deze stelt dat ondernemingen interne financiering boven externe

financiering zullen verkiezen indien mogelijk. Een bedrijf met meer winstgevendheid zal dus eerder gereserveerde winsten dan schulden gebruiken. Dit verklaart de negatieve relaties.

Tabel 10. Regressie analyse: Franse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,751*** (0,021)	0,413*** (0,025)	0,338*** (0,026)	0,417*** (0,025)	0,422*** (0,024)	-0,005 (0,006)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,009 (0,009)	0,338*** (0,011)	-0,329*** (0,011)	0,350*** (0,011)	0,323*** (0,010)	0,028*** (0,002)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,111*** (0,001)	-0,007*** (0,002)	-0,103*** (0,002)	-0,012*** (0,002)	-0,008*** (0,002)	-0,004*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,260*** (0,008)	-0,131*** (0,009)	-0,129*** (0,010)	-0,123*** (0,009)	-0,116*** (0,009)	-0,007*** (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,007*** (0,001)	0,028*** (0,001)	-0,022*** (0,001)	0,026*** (0,001)	0,018*** (0,001)	0,009*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,010*** (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,002 (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,001 (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,165*** (0,037)	-0,801*** (0,044)	0,966*** (0,046)	-0,773*** (0,043)	-0,741*** (0,042)	-0,032*** (0,010)	+
<i>Concentratie industrie</i>	0,001 (0,010)	0,073*** (0,012)	-0,072*** (0,013)	0,076*** (0,012)	0,082*** (0,012)	-0,006** (0,003)	-
<i>F-waarde</i>	608,4***	352,3***	766,1***	371,6***	308,8***	185,4***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,529	0,197	0,348	0,206	0,178	0,114	
<i>N</i>	10015	10015	10015	10015	10015	10015	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratschattermethode. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuldratio, (2) LT-schuldratio, (3) KT-schuldratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

De grootte werd door ons voorspeld over de hele lijn een positieve impact te hebben. Dit was het geval voor alle ratio's, behalve voor de schuldgraad op korte termijn. De impact op die variabele bleek uit de resultaten significant negatief te zijn. De verklaring die voor de impact

van deze variabele bij Belgische starters werd gegeven kan niet volledig worden doorgetrokken. Daar werd gesteld dat kleinere bedrijven zich meer financieren met korte termijnschulden omdat zij meer informatieproblemen hebben dan grote bedrijven. Deze grotere informatieasymmetrie zorgt er namelijk voor dat het financieren van kleine bedrijven meer risico inhoudt en dat daarom korte termijn financiering voor kleine ondernemingen eerder beschikbaar is dan deze op lange termijn. Dit verklaart waarom de relatie met korte termijn schuldgraad negatief is, de positieve relatie met de korte-termijnratio rentedragende schulden staat dan weer haaks op deze redenering.

In de Franse setting oefent de groei op zowel de schuldgraad als ratio rentedragende schulden op algemeen vlak en lange termijn een negatieve impact uit. Met de korte termijn schuldgraad en ratio rentedragende schulden werd geen significante relatie gevonden. Indien de gemiddelde groei toeneemt met 1 procentpunt, dalen zowel de algemene schuldratio, de lange termijn schuldratio, de algemene ratio rentedragende schulden en de lange-termijnratio rentedragende schulden met 0,01 procentpunt. Alleen hypothesen 5b en 5e kunnen dus aanvaard worden op basis van deze resultaten, de andere hypothesen worden verworpen. De significante relaties zijn wel in lijn met de trade-off theorie. Sterke groei brengt verhoogde faillissementskosten met zich mee, wat volgens deze theorie betekent dat de optimale schuldgraad wordt bereikt wanneer schulden worden afgebouwd.

Voor de sectorale schuldratio werden enkel positieve relaties verwacht. Deze verwachtingen werden enkel ingelost voor de algemene en de korte termijn schuldratio. De relaties met de andere afhankelijke variabelen zijn telkens significant negatief. Hypothesen 6a en 6c worden bijgevolg aanvaard. Hypothesen 6b, 6d, 6e en 6f worden verworpen. In sectoren waar algemeen meer schulden gebruikt worden, zullen Franse starters dit ook doen. Uit tabel 1 op pagina 35 blijkt dat Franse starters in het algemeen al relatief weinig lange-termijnschulden gebruiken, terwijl het aandeel korte-termijnschulden wel relatief groot is. De sterk negatieve relatie tussen de industriële schuldratio en de lange termijn schuldratio van de onderzochte starters kan dus verklaard worden als aangenomen wordt dat de industriële stijging vooral te maken heeft met een stijging van gebruik in korte-termijnschulden. Op die manier neemt het aandeel lange-termijnschulden logischerwijs af. De sterk positieve relatie met de ratio korte-termijnschulden steunt deze aanname.

Tot slot werden er voor de concentratie enkel negatieve relaties verwacht, ook ditmaal voldeden slechts twee variabelen aan deze verwachting: de korte termijn schuldgraad en de korte termijn ratio rentedragende schulden. Op de algemene schuldgraad was geen significant effect waarneembaar. De impact op de lange termijn schuldgraad, algemene ratio rentedragende schulden en lange-termijnratio rentedragende schulden was positief. Hypothesen 7a, 7b, 7d en 7e worden verworpen, hypothesen 7c en 7f aanvaard. Hier is het trekken van onderbouwde conclusies moeilijk.

6.3.2.2.3 Duitsland

De dataset Duitse starters bestond na verwijdering van waarnemingen met ontbrekende waarden uit 3.964 ondernemingen. Na het controleren op outliers werden nog eens 242 waarnemingen uit de dataset verwijderd, het aantal bestudeerde ondernemingen daalde bijgevolg verder naar 3.722. Het resultaat van deze analyse valt af te lezen uit tabel 11.

Voor Duitse starters kan afgelezen worden dat de impact van tastbaarheid op de afhankelijke variabelen grotendeels overeenkomt met de resultaten gevonden voor België en Frankrijk. Het enige verschil is dat voor Duitse starters de relatie met de algemene schuldratio wel significant is, positief meer bepaald. De hypothesen in verband met de schuldgraad (1a, 1b en 1c) werden allen aanvaard. Een stijging van een procentpunt in tastbaarheid wordt volgens de resultaten gevolgd door een stijging van 0,06 en 0,40 procentpunten in respectievelijk de algemene schuldgraad en de lange termijn schuldgraad. Daar tegenover staat een daling van 0,37 procentpunten in de korte termijn schuldgraad. Deze relaties met de verschillende schuldratio's zijn in lijn met de bevindingen van Hall, Hutchinson en Michaelas (2004), alsook met die van Kuehnhausen en Stieber (2014). Voor de ratio's rentedragende schulden gelden volgende specifieke relaties: een stijging van 1 procentpunt in tastbaarheid zorgt voor een toename van 0,48 procentpunten in de algemene en lange-termijnratio rentedragende schulden. De toename in de korte-termijnratio rentedragende schulden is met 0,001 procentpunt beduidend kleiner. Hypothesen 1d en 1e worden bijgevolg aanvaard, hypothese 1f niet. Een mogelijke verklaring voor de positieve relatie tussen tastbaarheid en deze laatste drie ratio's is opnieuw dat hoe groter het aandeel vaste activa op de balans, hoe meer activa

een ondernemingen tegenover een schuld kan verpanden. Een onderneming zal dus bijvoorbeeld gemakkelijker toegang krijgen tot bankkrediet als het meer tastbare activa bezit.

Tabel 11. Regressie analyse: Duitse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,212*** (0,043)	-0,057 (0,042)	0,269*** (0,042)	-0,318*** (0,043)	-0,319*** (0,043)	0,001 (0,001)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,063*** (0,014)	0,398*** (0,014)	-0,336*** (0,014)	0,478*** (0,014)	0,477*** (0,014)	0,001*** (0,001)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,021*** (0,001)	0,011*** (0,001)	-0,032*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,001* (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	0,046 (0,057)	-0,068 (0,056)	0,114** (0,056)	-0,134** (0,056)	-0,133** (0,056)	-0,003* (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,039*** (0,003)	0,027*** (0,003)	0,012*** (0,003)	0,038*** (0,003)	0,038*** (0,003)	0,001*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,011** (0,005)	-0,001 (0,005)	-0,010** (0,005)	-0,007 (0,005)	-0,007 (0,005)	-0,001*** (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,491*** (0,069)	0,094 (0,067)	0,397*** (0,067)	0,269*** (0,068)	0,273*** (0,068)	-0,004** (0,002)	+
<i>Concentratie industrie</i>	-0,009 (0,024)	-0,002 (0,024)	-0,007 (0,024)	0,013 (0,024)	0,014 (0,024)	-0,001 (0,001)	-
<i>F-waarde</i>	187,7***	176,6***	362,5***	249,1***	247,9***	8,6***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,260	0,248	0,405	0,318	0,317	0,140	
<i>N</i>	3722	3722	3722	3722	3722	3722	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratschattermethode. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantiëniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuldratio, (2) LT-schuldratio, (3) KT-schuldratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

De impact van de liquiditeit op de eerste drie schuldratio's is volledig zoals verwacht. Hypothesen 2a, 2b en 3c worden in Duitse setting dus aangenomen als waar. Een daling van 0,02 procentpunten in de algemene schuldgraad, een stijging van 0,01 procentpunten in de

lange termijn schuldgraad en een daling van 0,03 procentpunten in de korte termijn schuldgraad worden verwacht bij een stijging van 1 procentpunt in de liquiditeit. De impact op de algemene ratio rentedragende schulden is significant positief, net als die op de lange-termijnratio rentedragende schulden. Met de korte-termijnratio rentedragende schulden kon slechts op 10% significantieniveau een positieve relatie worden aangetoond. De specifieke impact kan gevonden worden aan de hand van tabel 11 op analoge wijze als eerder gebruikt bij de drie schuldratio's. Hypothesen 2d en 2f kunnen in tegenstelling tot hypothese 2e dus niet aanvaard worden.

Tussen winstgevendheid en de algemene schuldratio, alsook lange termijn schuldgraad kon geen significant verband worden aangetoond. Met de algemene en korte termijn ratio rentedragende schulden werd in tegenstelling tot de korte termijn schuldgraad wel de verwachte negatieve relatie gevonden. De impact van een toename van 1 procentpunt in winstgevendheid zorgt voor een daling van telkens 0,13 procentpunten in de algemene en lange-termijnratio rentedragende schulden. Het effect op de korte termijn schuldgraad is een stijging van 0,11 procentpunten. Met de korte-termijnratio rentedragende schulden werd op 10% significantieniveau de verwachte negatieve relatie gevonden. Hypothesen 3d, 3e en 3f worden bijgevolg aanvaard, hypothesen 3a, 3b en 3c niet. De grootte van de onderneming, vervolgens, heeft voor Duitse starters, zoals verwacht, een significant positieve relatie met alle onderzochte ratio's. Hypothesen 4a, 4b, 4c, 4d, 4e en 4f kunnen dus aanvaard worden in de Duitse setting.

De sectorale groei toont met geen van de onderzochte ratio's de verwachte relatie. Met de algemene schuldgraad, korte termijn schuldgraad en korte-termijnratio rentedragende schulden wordt een significant negatieve in plaats van positieve relatie gevonden. Met de andere 3 ratio's was de relatie niet significant. De variabele schuldratio industrie oefent wel grotendeels de verwachte impact uit. Enkel het effect van de korte-termijnratio rentedragende schulden is significant negatief in plaats van positief. Tussen de concentratie en de verschillende ratio's kon geen enkele significante relatie ontdekt worden. Deze heeft dus in het algemeen geen impact op de verschillende schuldratio's die onderzocht worden.

Tabel 12. Regressie analyse: Belgische, Franse en Duitse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,693*** (0,017)	0,182*** (0,020)	0,511*** (0,020)	0,207*** (0,020)	0,148*** (0,019)	0,060*** (0,005)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,038*** (0,006)	0,397*** (0,006)	-0,359*** (0,006)	0,433*** (0,006)	0,407*** (0,006)	0,026*** (0,002)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,065*** (0,001)	0,007*** (0,001)	-0,072*** (0,001)	-0,001 (0,001)	0,001* (0,001)	-0,002*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,320*** (0,007)	-0,170*** (0,008)	-0,150*** (0,008)	-0,160*** (0,008)	-0,139*** (0,008)	-0,022*** (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,014*** (0,001)	0,029*** (0,001)	-0,15*** (0,001)	0,028*** (0,001)	0,023*** (0,001)	0,005*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,012*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,007*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	0,001 (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,137*** (0,028)	-0,378*** (0,032)	0,515*** (0,032)	-0,328*** (0,033)	-0,299*** (0,031)	-0,019** (0,008)	+
<i>Concentratie industrie</i>	0,009 (0,009)	0,037*** (0,010)	-0,028*** (0,010)	0,036*** (0,011)	0,044*** (0,010)	-0,008*** (0,003)	-
<i>Dummy Frankrijk</i>	-0,020*** (0,003)	-0,022*** (0,004)	0,002 (0,004)	-0,065*** (0,004)	-0,15*** (0,004)	-0,050*** (0,001)	
<i>Dummy Duitsland</i>	0,024*** (0,004)	0,036*** (0,004)	-0,012*** (0,004)	-0,099*** (0,004)	-0,027*** (0,004)	-0,071*** (0,001)	
<i>F-waarde</i>	571,3***	798,7***	292,6***	954,0***	755,9***	852,8***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,430	0,277	0,383	0,314	0,266	0,291	
<i>N</i>	18739	18739	18739	18739	18739	18739	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratschattermethode. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuldratio, (2) LT-schuldratio, (3) KT-schuldratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

Analysen we een dataset van starters uit de drie landen tezamen zien we dat hier de ondernemingsgerelateerde variabelen tastbaarheid, liquiditeit, winstgevendheid en grootte, grotendeels de verwachte relaties met de afhankelijke ratio's vertonen. Wordt tastbaarheid in beschouwing genomen, dan is alleen de positieve relatie met de korte-termijnratio rentedragende schulden niet in lijn met de verwachtingen. Hypothesen 1a, 1b, 1c, 1d en 1e worden in tegenstelling tot hypothese 1f dus aanvaard. Liquiditeit, vervolgens, heeft geen significante impact op de algemene ratio rentedragende schulden. Met de andere ratio's wordt wel de verwachte relatie gevonden, bijgevolg worden hypothesen 2a, 2b, 2c, 2e en 2f aanvaard. Hypothese 2d kan niet aanvaard worden. Ook de hypothesen in verband met winstgevendheid (3a, 3b, 3c, 3d, 3e en 3f) kunnen aanvaard worden. Er kan namelijk telkens de verwachte negatieve relatie aangetoond worden. Met de grootte werden uitsluitend positieve relaties verwacht, alleen met de korte termijnschuldgraad kan deze verwachting niet ingelost worden. Hypothesen 4a, 4b, 4d, 4e en 4f worden dus in tegenstelling tot 4c aanvaard. Bij de industrie gerelateerde variabelen liggen de verwachtingen en werkelijkheid verder uit elkaar. Met de industriële groei werden, in lijn met de trade-off theorie, uitsluitend negatieve relaties gevonden. Alleen hypothesen 5b en 5e worden dus aanvaard. In verband met de schuldratio industrie, konden enkel hypothesen 6a en 6c aanvaard worden, 6b, 6d, 6e en 6f werden afgewezen. Ook de concentratie oefent slechts tweemaal de verwachte impact uit in deze algemene dataset, hypothesen 7c en 7f worden aanvaard.

De hoofdreden om deze test uit te voeren was echter om de relatie tussen de dummy's en de afhankelijke ratio's te bestuderen. We zien dat indien de starter Frans is, de meeste verwachte ratio's significant lager zullen liggen dan wanneer de starter Belgisch is. Franse startende ondernemingen financieren zich dus relatief minder met schulden ten opzichte van Belgische starters. Enkel op de korte termijn schuldgraad wordt geen significante impact aangetoond. Deze bevindingen zijn in lijn met wat eerder besloten werd bij de descriptieve analyse van de financieringsstructuur. Ook daar leek het verschil tussen het aandeel vreemd vermogen op korte termijn tussen België en Frankrijk klein. Het aandeel totale schulden en vreemd vermogen op lange termijn was voor België echter wel groter, wat strookt met de bevindingen uit deze regressieanalyse. Duitse starters hebben dan weer een significant hogere algemene en lange termijn schuldgraad. De korte termijn schuldgraad en de ratio's aangaande rentedragende schulden liggen dan weer significant lager bij Duitse starters. De lagere korte

termijn schuldgraad kan weer verklaard worden door het Duits faillissementsrecht, dat leveranciers een negatieve incentive geeft om betalingsuitstel te verlenen.

7. Conclusie, beperkingen en toekomstig onderzoek

7.1 Conclusie

De financieringsstructuur van ondernemingen is een topic dat, zoals eerder aangehaald, reeds door een groot aantal onderzoekers op verschillende manieren bestudeerd is. Over starters is de literatuur, mede door data schaarste, echter beperkter. De impact van deze beslissing op het voortbestaan van de starter enerzijds en op de groei van de economie anderzijds werd niettemin reeds in verschillende uiteenzettingen besproken (o.a. Carpenter & Petersen, 2002; Cassar, 2004; Heyman, Deloof & Ooghe, 2008; Cosh, Cummins & Hughes, 2009; Cole & Sokolyk, 2013; Poposka, Naneveski & Mihajlovska, 2016; Vanacker & Deloof, 2018).

Er werd gebruik gemaakt van een eigen samenstelling van datasets aan de hand van Orbis om enerzijds de financieringsstructuur van starters in België, Frankrijk en Duitsland te vergelijken. Daarnaast wordt ook de schuldgraad van deze Belgische, Franse en Duitse ondernemingen verder onderzocht. Meer bepaald werd de impact van enkele geselecteerde variabelen op de algemene, de korte termijn en de lange termijn schuldgraad bestudeerd, alsook de impact op de algemene ratio, korte-termijnratio en lange-termijnratio rentedragende schulden. De onderzochte determinanten zijn tastbaarheid, liquiditeit, winstgevendheid, grootte, groei industrie, schuldratio industrie en concentratie industrie. In een laatste algemeen model werden ook dummy's voor Frankrijk en Duitsland toegevoegd om het effect van het gevestigd zijn in deze landen op de verschillende ratio's te bestuderen.

Over de financieringsstructuur van starters in België, Duistland en Frankrijk, kan volgens de t-test geconcludeerd worden dat die over het algemeen significant afwijkend is in de verschillende landen. Enkel het aandeel eigen vermogen is voor Franse en Duitse starters niet significant verschillend. In het algemeen vertegenwoordigen schulden een groter aandeel op de balans van Belgische starters, in vergelijking met Franse en Duitse starters. Franse starters maken het minst gebruik van langlopende schulden, Duitse starters gebruiken deze vorm van financiering het meest. Dit zou verklaard kunnen worden door de signaling theorie. Voor het verschil in het aandeel handelsschulden, namelijk 20% en 17% voor respectievelijk België en

Frankrijk ten opzichte van 1% voor Duitsland, werd een oorzaak gevonden in het Duits faillissementsrecht. In tegenstelling tot wat de t-test uitwijst, kan tentatief en aan de hand van het laatste regressiemodel besloten worden dat het aandeel vreemd vermogen op korte termijn voor België en Frankrijk gelijkaardig is. Tot slot blijkt ook dat Belgische starters gemiddeld significant meer gebruik maken van rentedragende schulden dan zowel Franse als Duitse starters.

Het grootste deel van deze scriptie bestond echter uit het onderzoeken welke determinanten dan een significante invloed hebben op de schuldgraad en de ratio rentedragende schulden. De tastbaarheid van het actief heeft enkel voor Duitse starters significante impact op de algemene schuldgraad. Op lange en korte termijn is de impact voor alle landen respectievelijk positief en negatief. Ook met de ratio's rentedragende schulden werden gelijke resultaten gevonden. Zowel de algemene, lange termijn en korte-termijnratio zijn voor de drie landen positief. Als verklaring werd gegeven dat ondernemingen die meer onderpand kunnen bieden sneller bijvoorbeeld een banklening zullen kunnen krijgen. De liquiditeit van de onderneming heeft voor Franse starters een significant negatieve impact op alle ratio's, zowel korte als lange termijn. Voor Belgische en Duitse starters was dit niet het geval. Met de algemene schuldgraad en deze op korte termijn werden voor beide landen negatieve relaties gevonden, met de lange termijngraad daarentegen een positieve relatie. Winstgevendheid heeft een negatieve relatie met alle ratio's voor zowel Belgische als Franse starters, wat strookt met de pecking order theorie. Voor Duitse starters was het effect enkel negatief op de verschillende ratio's rentedragende schulden. De impact van de grootte is voor België en Frankrijk nagenoeg gelijk. Deze variabele heeft voor beide landen een positieve impact op de algemene en lange termijn schuldgraad, de impact op de korte-termijnratio is negatief. Een verklaring hiervoor is dat kleine bedrijven zich door informatieproblemen meer financieren met korte termijnschulden. Voor Duitse starters had de grootte echter over de hele lijn een positieve impact, ook op korte termijn. De relatie tussen de groei en de verschillende ratio's bleek overwegend negatief, dit voor alle drie de landen. De enige significant positieve relaties werden gevonden met de algemene en korte termijnschuldgraad van Belgische starters. De overwegend negatieve relaties zijn in lijn met de trade-off theorie. Deze theorie impliceert dat bij sterkere groei, schulden zullen worden afgebouwd om tot de optimale schuldratio te komen. De industriële schuldratio had voor zowel Frankrijk als Duitsland een positieve relatie

met de algemene en korte termijn schuldgraad van de starters. Met de andere afhankelijke variabelen werden voor de landen steeds verschillende relaties gevonden, hierover wordt dus geen algemeen besluit gevormd. De impact van de sectorale concentratie op de algemene schuldgraad is voor geen van de landen significant. Voor Duitse starters heeft de concentratie zelfs met geen enkele van de onderzochte ratio's een significante relatie. Tot slot werd ook het effect van het land waarin de starter actief is getest. Voor Franse starters is elke ratio lager in vergelijking met Belgische starters. Geconcludeerd kan worden dat Franse bedrijven minder gebruik maken van schulden dan Belgische starters. Duitse starters maken dan weer meer gebruik van schulden in het algemeen en op lange termijn, terwijl rentedragende schulden minder gehanteerd worden in vergelijking met Belgische starters.

Praktisch kunnen de resultaten van dit onderzoek starters een beeld geven welke impact de onderzochte variabelen op de schuldratio hebben. Op die manier kunnen ze bijvoorbeeld een optimale tastbaarheid of liquiditeit nastreven om de gewenste schuldgraad mogelijk te maken. Ook kan dit onderzoek Belgische ondernemers eventueel helpen in het beslissen om al dan niet een onderneming op te richten in Frankrijk of Duitsland. De resultaten geven namelijk aan welke vormen van financiering meer of minder worden aangegaan in de verschillende landen.

7.2 Beperkingen en mogelijkheden voor toekomstig onderzoek

Tot slot is het belangrijk om de beperkingen van dit onderzoek aan te halen en suggesties te geven voor toekomstig onderzoek. Een eerste beperking die aangehaald dient te worden is het feit dat enkel cijfers uit 2017 werden bestudeerd. Bijgevolg kan de uitkomst van dit onderzoek niet zomaar veralgemeend worden. Een mogelijke insteek voor toekomstig onderzoek is om de financieringsstructuur van starters aan de hand van cijfers uit verschillende jaren te bestuderen. Ten tweede werd enkel het uiteindelijke gebruik van financieringsmiddelen onderzocht, een vergelijking tussen de beschikbaarheid in verschillende landen zou een interessante toevoeging aan dit onderzoek kunnen zijn.

8. Bibliografie

Akerlof, G.A. (1970). The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, 84(3), 488-500.

Anderson, R.W., & Carverhill, A. (2012). Corporate liquidity and capital structure. *The Review of Financial Studies*, 25(3), 797–837.

Astebro, T., & Bernhardt, I. (2003). Start-up financing, owner characteristics and survival. *Journal of economics & business*, 55, 303-319.

Atherton, A. (2012). Cases of startup financing: An analysis of new venture capitalisation structures and patterns. *International Journal of Entrepreneurial Behaviour & Research*, 18(1), 28-47.

Beck, T.H.L., Demirguc-Kunt, A., & Maksimovic, V. (2008). Financing Patterns around the World: “Are Small Firms Different?”. *Journal of Financial Economics*, 89(3), 467–487.

Berger, A.N., & Udell, G.F. (1998). The economics of small business finance: the roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of banking and finance*, 22, 613–673.

Berger, A.N., & Udell, G.F. (2006). A more complete conceptual framework for SME finance. *Journal of Banking & Finance*, 30(11), 2945-2966.

Bjuggren, P. O., & Laufer, M.E. (2014). Bank financing of start-ups – findings from a survey. *Ratio Working Paper 232, The Ratio Institute*.

Bozkaya, A., & Potterie, B.V. (2008). Who funds technology-based small firms? Evidence from Belgium. *Economics of Innovation and New Technology*, 17, 97-122.

Bureau van Dijk. (z.d.). About us. Geraadpleegd op 12 februari 2019 via <https://www.bvdinfo.com/en-gb/about-us#secondaryMenuAnchor0>

Bureau van Dijk. (z.d.). Orbis. Geraadpleegd op 12 februari 2019 via <https://www.bvdinfo.com/en-gb/our-products/data/international/orbis#secondaryMenuAnchor1>

Čalopa, M. K., Horvat J., & Lalić, M. (2013). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: Journal of Contemporary Management Issues*, 19(2), 19-44.

Carpenter, R. E., & Petersen, B. C. (2002). Capital market imperfections, high-tech investment, and new equity financing. *The Economic Journal*, 112(477), 54-72.

Cassar, G., (2004). The financing of business start-ups. *Journal of Business Venturing*, 19, 261-283.

Chavis L., Klapper L., & Love I. (2011). The Impact of the Business Environment on Young Firm Financing. *The World Bank Economic Review*, 25(3), 486–507.

Cole, R.A., & Sokolyk, T. (2013). How do start-up firms finance their assets? Evidence from the Kauffman Firm Surveys. *Working paper*.

Cole, R.A., & Sokolyk, T. (2016). Who needs credit and who gets credit? Evidence from the surveys of small business finances. *Journal of Financial Stability*, 24, 2440-2460.

Cosh A., Cumming D., & Hughes, A. (2009). Outside Entrepreneurial Capital. *Economic Journal*, 119, 1494–533.

Degryse, H., de Goeij, P., & Kappert, P. (2012). The impact of firm and industry characteristics on small firms' capital structure. *Small Business Economics*, 38(4), 431-447.

Deloof, M., & Vanacker, T. (2018). The recent financial crisis, start-up financing and survival. *Journal of Business Finance & Accounting*, 45(7/8), 928–951.

Denis, D.J. (2004). “Entrepreneurial Finance: An Overview of the Issues and Evidence”. *Journal of Corporate Finance*, 10(2), 301-326.

Eriotis, N., Vasiliou, D., & Ventoura-Neokosmidi, Z. (2007). How firm characteristics affect capital structure: an empirical study. *Managerial Finance*, 33(5), 321-331.

European Commission (EC). (2018a). 2018 SBA fact sheet - Belgium. *SME Performance Review*.

European Commission (EC). (2018b). 2018 SBA fact sheet - France. *SME Performance Review*.

European Commission (EC). (2018c). 2018 SBA fact sheet - Germany. *SME Performance Review*.

European Startup Monitor. (2016). Geraadpleegd op 18 januari 2019 via <http://europeanstartupmonitor.com>

Field, A. (2013). *Discovering statistics using IBM SPSS statistics* (4^e ed.). Thousand Oaks, Californië: Sage Publications Ltd.

Flanders Investment & Trade. (z.d.). Zakendoen in Duitsland. Geraadpleegd op 14 mei 2019 via <https://www.flandersinvestmentandtrade.com/export/landen/duitsland/zakendoen-duitsland>

Frank, M.Z., & Goyal, V.K. (2009). Capital Structure Decisions: Which Factors Are Reliably Important?. *Financial Management*, 38(1), 1-37.

Gaud, P., Jani, E., Hoesli, M., & Bender, A. (2005). The Capital Structure of Swiss Companies: An Empirical Analysis Using Dynamic Panel Data. *European Financial Management*, 11(1), 51-69.

Gill, A., Biger, N., & Mathur, N. (2011). The effect of capital structure on profitability: Evidence from the United States. *International Journal of Management*, 28(4), 3.

Hall, G.C., Hutchinson, P.J., & Michaelas, N. (2004). Determinants of the capital structures of European SMEs. *Journal of Business Finance & Accounting*, 31(5), 711-728.

Hall, G.C., Hutchinson, P., & Michaelas, N. (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SMEs' Capital Structure. *International Journal of the Economics of Business*, 7(3), 297-312.

Heyman, D., Deloof, M., & Ooghe, H. (2008). The financial structure of private held Belgian firms. *Small business Economics*, 30, 301-313.

Huang, G., & Song, F.M. (2006). The determinants of capital structure: Evidence from China. *China Economic Review*, 17(1), 14-36.

Huyghebaert, N. (2006). On the Determinants and Dynamics of Trade Credit Use: Empirical Evidence from Business Start-ups. *Journal of Business Finance & Accounting*, 33(2), 305–328.

Huyghebaert, N., & Van de Gucht, L. M. (2007). The Determinants of Financial Structure: New Insights from Business Start-ups. *European Financial Management*, 13, 101-133.

Huyghebaert, N., Van de Gucht, L., & Van Hulle, C. (2007). The choice between bank debt and trade credit in business start-ups. *Small Business Economics*, 29, 435-452.

Ibrahim, D.M. (2010). Debt as Venture Capital. *Illinois Law Review*, 1169-1210.

Instituut der Bedrijfsrevisoren. (2006). Hoe financier ik de groei van mijn KMO? Geraadpleegd op 5 november 2018 via <https://www.ibrire.be/nl/publicaties/actuelereeksen/brochures/KMO/Documents/5299Hoe-financier-ik-de-groei-van-mijn-KMO.pdf>

Korosteleva, J., & Mickiewicz, T. (2011). Start-Up Financing in the Age of Globalization. *Emerging Markets Finance and Trade*, 47(3), 23-49.

Köksal, B., & Orman, C. (2015). Determinants of Capital Structure: Evidence from a Major Developing Economy. *Small Business Economics*, 44(2), 255-282.

Kraus, A., & Litzenberger, R.H. (1973). A state-preference model of optimal financial leverage. *The Journal of Finance*, 28(4), 911-922.

Kuehnhausen, F., & Stieber, H. (2014). Determinants of capital structure in non-financial companies. *Discussion Papers in Economics, University of Munich, Department of Economics*. 1-57.

La Torre, A., Peria, M.S.M., & Schmukler, S.L. (2010). Bank involvement with SMEs: Beyond relationship lending. *Journal of Banking and Finance*, 34, 2280-2293.

Laveren, E., & Engelen, P. (2014). *Financieel beheer van KMO's* (1^e ed.). Antwerpen, België: Intersentia.

Leland, H.E., & Pyle, D.H. (1977). Information Assymetries, Financial Structure, and Financial Intermediation. *The Journal of Finance*, 32(2), 371-387.

Luger, M., & Koo, J. (2005). Defining and tracking business start-ups. *Small Business Economics*, 24, 17-28.

Manigart, S., & Witmeur, O. (2009). Venture Capital. Geraadpleegd op 18 januari 2019 via <http://www.bva.be/wpcontent/uploads/2014/12/Venture-Capital-Belgium-NL.pdf>

Modigliani, F., & Miller M.H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3), 261-297.

Mostarac, E., & Petrovic, S. (2013). Determinants of capital structure of Croatian enterprises before and during the financial crisis. *UTMS Journal of Economics*, 4(2), 153–162.

Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing. *Journal of Financial Economics*, 5(2), 147-175.

Myers, S.C. (1984). The capital structure puzzle. *Journal of Finance*, 39, 575-592.

Myers, S.C., & Majluf, N.S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 13(2), 187–221.

Nofsinger, J.R., & Wang, W. (2011). Determinants of start-up firm external financing worldwide. *Journal of Banking & Finance*, 35(9), 2282-2294.

Obraztsova, O., Poliakova, T., & Popovskaya, E. (2017). The Choice of Funding Sources for Start-Ups in a Transitional Economy: The Ability to Predict in a National Context. *Foresight and STI Governance*, 11(3), 71–81.

Palacín-Sánchez, M.J., Ramírez-Herrera, L.M., & di Pietro, F. (2013). Capital structure of SMEs in Spanish regions. *Small Business Economics*, 41(2), 503-519.

Peterson, M., & Rajan, R. (1994). The Benefits of Lending Relationships: Evidence from Small Business Lending. *Journal of Finance*, 49, 3–37.

Poposka, K., Naneveski, B., Mihajlovska, E. (2016). The start-up phase in SME development: main challenges, motives and financing opportunities. *Journal of Sustainable Development*, 6(16), 45-60.

Rajan, R. G., & Zingales, L. (1995). What do we know about capital structure? Some evidence from international data. *The Journal of Finance*, 50(5), 1421-1460.

Rauh, J. D., & Sufi, A. (2010). Capital structure and debt structure. *The Review of Financial Studies*, 23(12), 4242-4280.

Robb, A.M., & Robinson, D.T. (2014). The Capital Structure Decisions of New Firms. *The Review of Financial Studies*, 27(1), 153-179.

Ross, S.A. (1977). The determination of Financial Structure: The Incentive-Signaling Approach. *The Bell Journal of Economics*, 84(1), 23-40.

Sapienza, H. (1992). "When do Venture Capitalists add Value?". *Journal of Business Venturing*, 7, 9-27.

Šarlija, N., & Harc, M. (2012). The impact of liquidity on the capital structure: a case study of Croatian firms. *Business Systems Research*, 3(1), 30-36.

Sibilkov, V. (2009). Asset Liquidity and Capital Structure. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 44(5), 1173-1196.

Stiglitz, J.E., & Weiss, A. (1981). Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review*, 71, 393-410.

Titman, S., & Wessels, R. (1988). The determinants of capital structure choice. *The Journal of Finance*, 43(1), 1-19.

UNIZO. (2014). Kmo-financiering 2014. Geraadpleegd op 5 november 2018 via <https://www.unizo.be/system/files/downloads/andere/kmofinanciering2014.pdf>

VLAIO. (2019). Tax Shelter voor startende ondernemingen. Geraadpleegd op 22 april 2019 via <https://www.vlaio.be/nl/subsidies-financiering/subsidiedatabank/tax-shelter-voor-startende-ondernemingen>

VLAIO. (z.d.). Bancaire financieringsvormen. Geraadpleegd op 5 november 2018 via <https://www.vlaio.be/nl/begeleiding-advies/financiering/mogelijke-financieringsbronnen/bancaire-financieringsvormen>

Wadhwa, V., Aggarwal, R., Holly, K.Z., & Salkever, A. (2009). Making of a successful entrepreneur: anatomy of an entrepreneur part 2. *Kauffman Foundation Small Research Projects Research Paper, 2*.

Weissink, A. (2014). Nederlandse ondernemers vertstrikt in Duits faillissementsrecht. Geraadpleegd op 6 april 2019 via https://fd.nl/frontpage/ondernemen/898163/nederlandse-ondernemers-verstrikt-in-duits-faillissementsrecht?_ga=2.136814196.539269055.1554551754-1778304731.1554551754

Wong, A., Bhatia, M., & Freeman, Z. (2009). Angel finance: the other venture capital. *Strategic Change, 18*, 221-230.

9. Appendix

Tabel 13. T-test: België en Frankrijk

	<i>Vershil gemiddelden</i>	<i>Vershil standaard- afwijkingen</i>	<i>t- waarde</i>	<i>Vrijheids- graden</i>	<i>Significan- tie</i>
EV	-0,07899	0,00358	-22,046	16374	0,000
<i>Kapitaal</i>	0,04195	0,00405	10,367	16374	0,000
<i>Overig EV</i>	-0,12095	0,00453	-26,724	16374	0,000
VVLT	0,09474	0,00351	26,971	16374	0,000
<i>Leningen LT</i>	0,08981	0,00334	26,909	16374	0,000
<i>Overig VVLT</i>	0,00493	0,00117	4,202	16374	0,000
VVKT	-0,01575	0,00390	-4,039	16374	0,000
<i>Leningen KT</i>	0,06282	0,00136	46,219	16374	0,000
<i>Handelsschulden</i>	0,03028	0,00284	10,651	16374	0,000
<i>Overig VVKT</i>	-0,10886	0,00321	-31,875	16374	0,000

Het aantal Belgische observaties was gelijk aan 5.334, het aantal Franse observaties aan 11.042. Kolom 2 en 3 zijn het resultaat van de Belgische waarde min de Franse waarde. Een significantieniveau van kleiner dan 5% betekent het niet aanvaarden van de nulhypothese, die stelt dat de gemiddelden gelijk zijn. Bij een significantieniveau van groter dan 5%, wordt deze nulhypothese wel aanvaard.

Tabel 14. T-test: België en Duitsland

	<i>Vershil gemiddelden</i>	<i>Vershil standaard- afwijkingen</i>	<i>t- waarde</i>	<i>Vrijheids- graden</i>	<i>Significan- tie</i>
EV	-0,08273	0,00461	-17,952	9296	0,000
<i>Kapitaal</i>	-0,01225	0,00529	-2,313	9296	0,021
<i>Overig EV</i>	-0,07048	0,00556	-12,674	9296	0,000
VVLT	-0,04132	0,00487	-8,479	9296	0,000
<i>Leningen LT</i>	0,03189	0,00493	6,467	9296	0,000
<i>Overig VVLT</i>	-0,07322	0,00183	-39,975	9296	0,000
VVKT	0,12419	0,00517	24,018	9296	0,000
<i>Leningen KT</i>	0,08532	0,00156	54,753	9296	0,000
<i>Handelsschulden</i>	0,18899	0,00255	65,357	9296	0,000
<i>Overig VVKT</i>	-0,15027	0,00475	-29,834	9296	0,000

Het aantal Belgische observaties was gelijk aan 5.334, het aantal Duitse observaties aan 3.964. Kolom 2 en 3 zijn het resultaat van de Belgische waarde min de Duitse waarde. Een significantieniveau van kleiner dan 5% betekent het niet aanvaarden van de nulhypothese, die stelt dat de gemiddelden gelijk zijn. Bij een significantieniveau van groter dan 5%, wordt deze nulhypothese wel aanvaard.

Tabel 15. T-test: Frankrijk en Duitsland

	<i>Verskil gemiddelden</i>	<i>Verskil standaard- afwijkingen</i>	<i>t- waarde</i>	<i>Vrijheids- graden</i>	<i>Significan- tie</i>
EV	-0,00374	0,00431	-0,867	15004	0,386
<i>Kapitaal</i>	-0,05420	0,00479	-11,324	15004	0,000
<i>Overig EV</i>	0,05046	0,00542	9,315	15004	0,000
VVLT	-0,13606	0,00403	-33,789	15004	0,000
<i>Leningen LT</i>	-0,05792	0,00394	-14,686	15004	0,000
<i>Overig VVLT</i>	-0,07814	0,00137	-56,882	15004	0,000
VVKT	0,13994	0,00462	30,303	15004	0,000
<i>Leningen KT</i>	0,02250	0,00122	18,397	15004	0,000
<i>Handelsschulden</i>	0,15871	0,00270	58,689	15004	0,000
<i>Overig VVKT</i>	-0,04141	0,00431	-9,603	15004	0,000

Het aantal Franse observaties was gelijk aan 11.042, het aantal Duitse observaties aan 3.964. Kolom 2 en 3 zijn het resultaat van de Franse waarde min de Duitse waarde. Een significantieniveau van kleiner dan 5% betekent het niet aanvaarden van de nulhypothese, die stelt dat de gemiddelden gelijk zijn. Bij een significantieniveau van groter dan 5%, wordt deze nulhypothese wel aanvaard.

Tabel 16. Regressie analyse (bootstrap): Belgische starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,756*** (0,036)	-0,212*** (0,045)	0,968*** (0,041)	0,033 (0,049)	-0,138*** (0,042)	0,171*** (0,020)	
<i>Tastbaarheid</i>	-0,007 (0,008)	0,476*** (0,011)	-0,483*** (0,010)	0,494*** (0,013)	0,475*** (0,011)	0,018*** (0,004)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,126*** (0,005)	0,038*** (0,005)	-0,165*** (0,004)	0,004 (0,005)	0,024*** (0,004)	-0,020*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,241*** (0,015)	-0,213*** (0,017)	-0,028** (0,014)	-0,206*** (0,017)	-0,174*** (0,015)	-0,032*** (0,007)	-
<i>Grootte</i>	0,020*** (0,002)	0,040*** (0,002)	-0,020*** (0,002)	0,033*** (0,003)	0,035*** (0,002)	-0,002** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	0,048* (0,028)	-0,074** (0,034)	0,123*** (0,033)	-0,117*** (0,037)	-0,071** (0,033)	-0,046*** (0,016)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,094 (0,060)	0,115 (0,074)	-0,021 (0,069)	-0,063 (0,081)	0,028 (0,071)	-0,091*** (0,033)	+
<i>Concentratie industrie</i>	-0,039* (0,020)	0,057** (0,027)	-0,096*** (0,024)	0,048 (0,033)	0,050* (0,027)	-0,001 (0,013)	-
<i>F-waarde</i>	550,2***	477,5***	666,6***	423,7***	488,4***	49,2***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,437	0,403	0,485	0,374	0,408	0,064	
<i>N</i>	4947	4947	4947	4947	4947	4947	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratenschattermethode en bootstrapping. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1): algemene schuldratio, (2): LT-schuldratio, (3): KT-schuldratio, (4): algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

Tabel 17. Regressie analyse (bootstrap): Franse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,751*** (0,023)	0,413*** (0,025)	0,338*** (0,026)	0,417*** (0,026)	0,422*** (0,024)	-0,005 (0,006)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,009 (0,010)	0,338*** (0,013)	-0,329*** (0,012)	0,350*** (0,013)	0,323*** (0,012)	0,028*** (0,003)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,111*** (0,003)	-0,007*** (0,002)	-0,103*** (0,002)	-0,012*** (0,002)	-0,008*** (0,002)	-0,004*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,260*** (0,009)	-0,131*** (0,009)	-0,129*** (0,009)	-0,123*** (0,008)	-0,116*** (0,008)	-0,007*** (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,007*** (0,001)	0,028*** (0,001)	-0,022*** (0,002)	0,026*** (0,001)	0,018*** (0,001)	0,009*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,010*** (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,002 (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,008*** (0,001)	-0,001 (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,165*** (0,040)	-0,801*** (0,044)	0,966*** (0,045)	-0,773*** (0,043)	-0,741*** (0,042)	-0,032*** (0,010)	+
<i>Concentratie industrie</i>	0,001 (0,010)	0,073*** (0,013)	-0,072*** (0,012)	0,076*** (0,012)	0,082*** (0,012)	-0,006** (0,003)	-
<i>F-waarde</i>	608,4***	352,3***	766,1***	371,6***	308,8***	185,4***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,529	0,197	0,348	0,206	0,178	0,114	
<i>N</i>	10015	10015	10015	10015	10015	10015	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratenschattermethode en bootstrapping. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuld ratio, (2) LT-schuld ratio, (3) KT-schuld ratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

Tabel 18. Regressie analyse (bootstrap): Duitse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,212*** (0,047)	-0,057 (0,043)	0,269*** (0,043)	-0,318*** (0,043)	-0,319*** (0,043)	0,001 (0,002)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,063*** (0,015)	0,398*** (0,016)	-0,336*** (0,015)	0,478*** (0,017)	0,477*** (0,017)	0,001*** (0,001)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,021*** (0,001)	0,011*** (0,001)	-0,032*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,008*** (0,001)	0,001* (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	0,046 (0,060)	-0,068 (0,054)	0,114** (0,054)	-0,134** (0,055)	-0,133** (0,054)	-0,003* (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,039*** (0,003)	0,027*** (0,003)	0,012*** (0,003)	0,038*** (0,003)	0,038*** (0,003)	0,001*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,011** (0,005)	-0,001 (0,003)	-0,010** (0,004)	-0,007 (0,004)	-0,007 (0,003)	-0,001*** (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,491*** (0,071)	0,094 (0,071)	0,397*** (0,069)	0,269*** (0,072)	0,273*** (0,071)	-0,004** (0,003)	+
<i>Concentratie industrie</i>	-0,009 (0,023)	-0,002 (0,022)	-0,007 (0,022)	0,013 (0,023)	0,014 (0,023)	-0,001 (0,001)	-
<i>F-waarde</i>	187,7***	176,6***	362,5***	249,1***	247,9***	8,6***	
<i>Aangepaste R²</i>	0,260	0,248	0,405	0,318	0,317	0,140	
<i>N</i>	3722	3722	3722	3722	3722	3722	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratenschattermethode en bootstrapping. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuldratio, (2) LT-schuldratio, (3) KT-schuldratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.

Tabel 19. Regressie analyse (bootstrap): Belgische, Franse en Duitse starters

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(V)
<i>(Constante)</i>	0,693*** (0,017)	0,182*** (0,019)	0,511*** (0,022)	0,207*** (0,021)	0,148*** (0,020)	0,060*** (0,005)	
<i>Tastbaarheid</i>	0,038*** (0,006)	0,397*** (0,007)	-0,359*** (0,007)	0,433*** (0,007)	0,407*** (0,007)	0,026*** (0,002)	+/-
<i>Liquiditeit</i>	-0,065*** (0,001)	0,007*** (0,001)	-0,072*** (0,001)	-0,001 (0,001)	0,001* (0,001)	-0,002*** (0,001)	+/-
<i>Winstgevendheid</i>	-0,320*** (0,008)	-0,170*** (0,007)	-0,150*** (0,008)	-0,160*** (0,008)	-0,139*** (0,007)	-0,022*** (0,002)	-
<i>Grootte</i>	0,014*** (0,001)	0,029*** (0,001)	-0,15*** (0,001)	0,028*** (0,001)	0,023*** (0,001)	0,005*** (0,001)	+
<i>Groei industrie</i>	-0,012*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,007*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	-0,005*** (0,001)	0,001 (0,001)	+/-
<i>Schuldratio industrie</i>	0,137*** (0,029)	-0,378*** (0,032)	0,515*** (0,033)	-0,328*** (0,034)	-0,299*** (0,032)	-0,019** (0,008)	+
<i>Concentratie industrie</i>	0,009 (0,009)	0,037*** (0,010)	-0,028*** (0,010)	0,036*** (0,011)	0,044*** (0,010)	-0,008*** (0,002)	-
<i>Dummy Frankrijk</i>	-0,020*** (0,003)	-0,022*** (0,004)	0,002 (0,004)	-0,065*** (0,004)	-0,150*** (0,003)	-0,050*** (0,001)	
<i>Dummy Duitsland</i>	0,024*** (0,004)	0,036*** (0,004)	-0,012*** (0,004)	-0,099*** (0,005)	-0,027*** (0,004)	-0,071*** (0,001)	
F-waarde	571,3***	798,7***	292,6***	954,0***	755,9***	852,8***	
Aangepaste R^2	0,430	0,277	0,383	0,314	0,266	0,291	
N	18739	18739	18739	18739	18739	18739	

De coëfficiënten werden geschat met behulp van de kleinste kwadratenschattermethode en bootstrapping. Standaardfouten worden tussen haakjes weergegeven. Significantieniveaus van 1%, 5% en 10% worden weergegeven door respectievelijk ***, ** en *. Met (1) algemene schuldratio, (2) LT-schuldratio, (3) KT-schuldratio, (4) algemene ratio rentedragende schulden, (5): LT-ratio rentedragende schulden, (6): KT-ratio rentedragende schulden en (V): het verwachte teken van de relatie.